

## **Évaluer l'impact des instruments financiers en faveur des entreprises**

Olivier Cadot

Anne-Célia Disdier

Julien Gourdon

Jérôme Héricourt

Akiko Suwa-Eisenmann

# Evaluer l'impact des instruments financiers en faveur des entreprises

---

Olivier Cadot  
Anne-Célia Disdier  
Julien Gourdon  
Jérôme Héricourt  
Akiko Suwa-Eisenmann

Version finale  
Juin 2013

## Contenu

1. Introduction .....	3
2. Objectifs et méthodes .....	5
2.1 Quelles interventions pour quelles déficiences de marché ?.....	5
2.2. Evaluation d'impact : quelles méthodes pour quelles questions ?.....	12
2.3. Evaluation d'impact sur les programmes d'aide au financement des PME.....	16
3. Les lignes de crédit.....	21
3.1 Les lignes de crédit: Objectifs et modalités .....	21
3.2 L'évaluation des lignes de crédit : Que ressort-il de la littérature ?.....	26
3.3 Les lignes de crédit de l'AFD .....	31
3.3.1 L'évaluation des lignes de crédit de l'AFD .....	31
3.3.2 Quelques pistes pour une approche alternative .....	33
4. Les fonds de garantie.....	41
4.1 Les garanties de risque crédit : Objectifs et modalités.....	41
4.2 Les fonds de garanties soutenus par l'AFD .....	42
4.3 L'évaluation des garanties de risque crédit : Méthodes d'évaluation possibles .....	43
4.3.1 Sur les entreprises bénéficiaires .....	43
4.3.2 Sur les prêteurs .....	46
4.4 Evaluation des garanties : Quelques applications .....	46
4.4.1 Sur les entreprises bénéficiaires .....	46
4.4.2 Sur les prêteurs .....	56
4.5 Recommandations .....	57
5. Les fonds d'investissements.....	61
5.1 Présentation de l'instrument.....	61
5.1.1 Définition et fonctionnement .....	61
5.1.2 Spécificités du capital investissement .....	62
5.1.3 Spécificités du fonds d'investissement dans les pays en développement .....	64
5.2 Evaluation des fonds d'investissement : Que savons-nous ?.....	66
5.2.1 Problématique générale et questions méthodologiques .....	66
5.2.2 Impact sur les firmes .....	67
5.2.3 Impact sur le secteur financier et sur l'économie.....	71
5.3. Enseignement pour l'AFD .....	73
5.3.1 Evaluation de FISEA jusqu'à présent .....	73
5.3.2 Recommandations et perspectives pour l'évaluation de FISEA .....	76
Références .....	85

## 1. Introduction

Le rapport « Finance for All » publié par la Banque Mondiale en 2008 conclut qu'un meilleur accès des petites et moyennes entreprises (PME) au financement peut accélérer la croissance économique et réduire la pauvreté (World Bank, 2008). Cependant, les enquêtes menées lors de l'élaboration de ce rapport révèlent que le développement des PME demeure fortement entravé par leur manque d'accès au financement, en particulier dans les pays à faible revenu.

Les PME constituent souvent l'essentiel du tissu économique des pays en développement et jouent un rôle central en matière de création d'emplois, d'investissements ou encore d'innovations. Ainsi en Afrique, le segment des PME représente plus de 90 % de l'ensemble des entreprises et parmi elles, 70 à 80 % sont des micro- et très petites entreprises. Elles sont la principale source d'emplois et de revenus des Africains, après l'agriculture de subsistance. Par ailleurs, les données de commerce au niveau de l'entreprise récemment rendues disponibles suggèrent que les PME sont particulièrement présentes dans les échanges régionaux et sont plus diversifiées dans les exportations non traditionnelles que les entreprises plus grandes (World Bank, 2012). Or, les besoins des PME en matière de crédits restent encore très peu satisfaits actuellement.

Dans les pays en développement, les PME restent souvent exclues des circuits financiers existants, faute d'instruments et de montants de prêts adaptés à leurs besoins, qui sont généralement supérieurs aux plafonds de crédits offerts par les institutions de micro-finance et inférieurs aux minimums d'intervention des banques traditionnelles. De plus, la frilosité des banques et autres intermédiaires financiers à l'égard des PME peut s'expliquer par l'insuffisance de garanties ou de mécanismes de prévention des risques qui leur interdit l'accès aux crédits disponibles à des prix compétitifs.

Différentes solutions, incluant notamment le partage des risques avec d'autres institutions, ont été récemment mises en place. Les lignes de crédits destinées aux PME, les fonds de capital-risque et les fonds d'investissement spécialisés peuvent s'avérer de bons intermédiaires pour les bailleurs de fonds souhaitant intervenir sur le segment des PME. Le développement de ces intermédiaires peut ainsi permettre d'améliorer le financement à long terme des PME. L'AFD, notamment, a pris activement part à ce processus, qui présente un double avantage : i) minimiser les pertes potentielles des banques en cas de non-remboursement du crédit ; ii) faire intervenir d'autres bailleurs de fonds dans la gestion de ce problème d'accès au crédit des PME.

Parmi les solutions proposées, trois approches sont distinguées dans cette étude :

- **Les lignes de crédit** accordées pour un montant donné. Ces lignes sont librement affectées par la banque à un portefeuille de PME ;
- **Les fonds de garanties** : Les dossiers des PME candidates sont soumis par les banques à des fonds de garantie qui les étudient individuellement. L'efficacité de ces mécanismes reste cependant très dépendante de l'équilibre trouvé entre rigueur de gestion de ces fonds et souplesse de mise en jeu des garanties ;
- **Les fonds d'investissement** : Face aux risques trop élevés présentés par beaucoup de PME et à l'absence d'outils satisfaisants à la disposition des banques locales pour répondre à leurs besoins, les institutions de financement du développement mettent en place des collaborations avec des fonds de capital-investissement locaux et allouent aux banques

locales des financements dédiés au développement de leurs programmes de prêts en direction des PME.

L'utilisation de l'évaluation d'impact pour améliorer les politiques publiques est au coeur de nombreux débats actuels dans le secteur de l'aide au développement, notamment en lien avec la mobilisation sur l'efficacité de l'aide et le développement de ces évaluations. Une vaste littérature s'intéresse à cette question, s'inspirant de travaux plus généraux sur l'utilisation de la recherche en sciences sociales pour l'amélioration des politiques publiques.

Le débat international sur l'évaluation d'impact met en évidence des difficultés conceptuelles, méthodologiques et pratiques. L'avantage principal des méthodes « cliniques » d'évaluation d'impact avec groupe de traitement et groupe de contrôle, par rapport aux méthodes économétriques traditionnelles, est d'améliorer l'identification des effets de traitement en limitant les influences confondantes. Cependant, elles souffrent de limitations bien connues, parmi lesquelles la sensibilité aux conditions particulières de l'expérience et la validité externe limitée. En ce sens, l'évaluation d'impact améliore la validité interne au prix de la validité externe. Par ailleurs, beaucoup d'évaluations d'impact restent limitées aux effets de court terme, et les effets sont parfois mal estimés dans le cas de mesures de performance à forte variabilité (McKenzie, 2011b).

Néanmoins, la question de l'attribution/contribution entre en ligne de compte avec l'application d'une gestion axée sur les résultats, notamment pour une institution comme l'AFD, qui participe souvent à des cofinancements.

L'évaluation des mécanismes de soutien à l'accès au crédit des PME est récente. Toutefois, son développement rapide au cours de la dernière décennie fournit plusieurs enseignements utiles sur les difficultés éventuellement rencontrées lors de la mise en place de ces mécanismes, sur les moyens de les surmonter, ainsi que sur les résultats obtenus.

Ainsi, il est désormais souhaitable de synthétiser et distiller les leçons en termes de politique et d'exécution émergeant de l'ensemble des études disponibles sur le sujet (voir notamment McKenzie, 2010), d'utiliser ces conclusions pour démontrer la faisabilité des évaluations d'impact dans le cadre précis des interventions faites par l'AFD dans le domaine du soutien à l'accès au crédit (lignes de crédit, Fonds de garantie ARIZ et Fonds d'investissement FISEA), et de ce fait d'aider à la mise en place de nouvelles évaluations d'impact pour ces projets. Certaines études particulièrement pertinentes pour un bailleur de fonds souhaitant évaluer l'impact de ses opérations dans ce secteur pourront ainsi être mises en avant.

Cette revue de la littérature présente dans une première partie les contraintes d'accès au crédit des PME auxquelles ces mécanismes de soutien sont sensés répondre afin de déterminer les composantes de ces programmes qu'il est pertinent d'étudier. Toujours dans cette première partie, nous discutons les différentes méthodes d'évaluation d'impact et présentons les méthodes réalisables selon les types de programmes de soutien à l'accès au crédit des PME. Ensuite, nous détaillons trois types d'instruments très utilisés, lignes de crédit, fonds de garantie et fonds d'investissement. Pour chacun de ces trois instruments, nous revenons sur les objectifs et les modalités de l'instrument, puis nous exposons les méthodes d'évaluations envisageables ainsi que les applications concrètes que l'on peut trouver dans la littérature. Nous tentons pour chaque instrument de développer quelques conclusions spécifiques aux instruments de l'AFD.

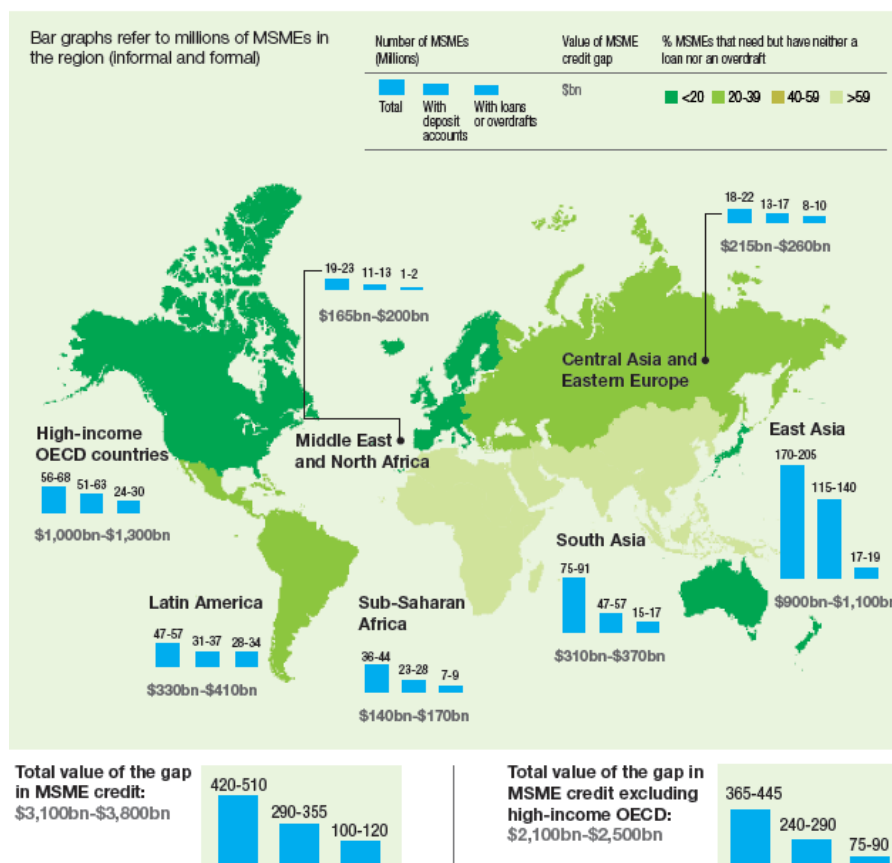
## 2. Objectifs et méthodes

### 2.1 Quelles interventions pour quelles déficiences de marché ?

*L'accès au crédit, un problème récurrent dans les pays en développement*

Le lien entre finance et croissance a fait l'objet d'un grand nombre d'études empiriques. Aghion (2007), à la suite de Levine (2005), en fait la synthèse et met en évidence deux résultats : i) la majorité de ces études concluent à une influence positive et significative du développement financier sur la croissance économique ; ii) cette influence s'explique par le fait que le développement financier réduit les contraintes qui pèsent sur le financement externe des entreprises. Certes, des études récentes (Arcand et al., 2012 ; Rousseau et Wachtel, 2011) émettent de sérieuses réserves sur le caractère systématique de ce lien entre développement financier et croissance, arguant qu'au-delà d'un certain seuil, le développement du secteur financier devient problématique pour la croissance de la sphère réelle. De fait, ces auteurs soulignent donc que jusqu'à ce que ce seuil soit atteint, le développement financier, parce qu'il permet un meilleur accès au crédit pour les agents économiques en général et les entreprises en particulier, est crucial pour la croissance, notamment dans les premières phases du décollage économique.

**Figure 1. Valeur totale du déficit de crédit aux PME**

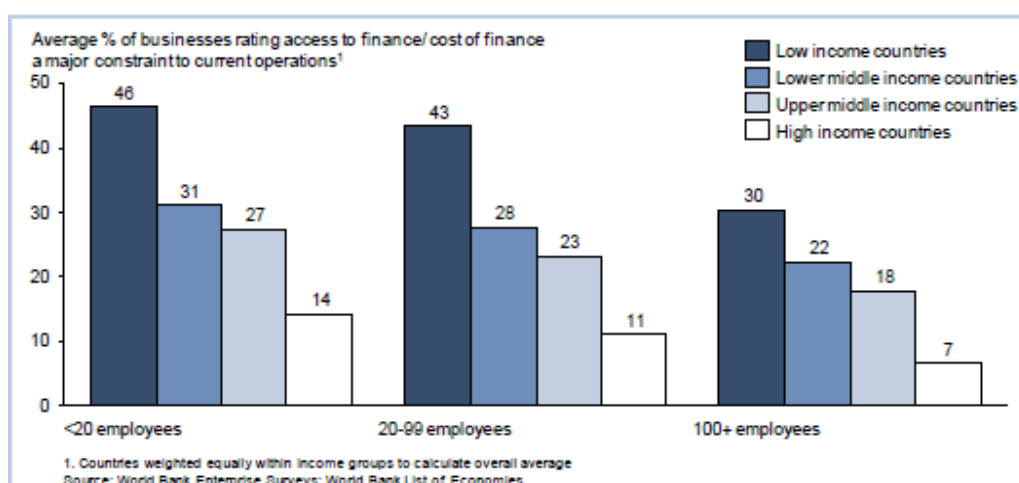


Source : "Report on Support to SMEs in Developing Countries Through Financial Intermediaries", Dalberg Global Development Advisors.

Pourtant, les enquêtes de la Banque Mondiale centrées sur l'activité des entreprises (notamment le *World Business Environment Survey, WBES*, portant sur 10 000 entreprises dans plus de 80 pays du monde), rappellent régulièrement que l'accès au financement externe demeure un obstacle essentiel à l'activité d'un grand nombre d'entre elles. Interrogées dans le cadre de l'enquête 1999-2000, 80% des entreprises privées chinoises mentionnaient alors les contraintes financières comme un obstacle majeur à leur activité, devant Haïti (74,4%) et la République Kirghize (66,7%), le chiffre médian de l'échantillon se situant à 38,5%. Dix années plus tard, les difficultés d'accès au crédit bancaire des entreprises des pays en développement et émergents ne semblent pas avoir évolué de façon significative : en 2009, le pourcentage des entreprises qui détiennent un crédit bancaire est de 48 % pour les entreprises des pays d'Asie du Sud-Est, 45% pour celles d'Amérique Latine et des Caraïbes, 44% pour celles des pays d'Europe de l'Est et d'Asie Centrale, 27% pour celles d'Asie du Sud et de 24% pour les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord. Ce sont donc entre deux et trois entreprises sur quatre qui n'ont pas accès au crédit bancaire dans les pays en développement.

Les petites et moyennes entreprises (PME) sont évidemment les premières touchées par ces difficultés d'accès au crédit. L'édition 2010 du *WBES* révèle par exemple qu'à travers le monde, les PME citent en moyenne les contraintes d'accès au financement comme le deuxième obstacle majeur à leur croissance, alors que les grandes entreprises les positionnaient seulement au 4<sup>ème</sup> rang de leurs difficultés.

**Figure 2. L'accès au financement externe, contrainte majeure pour les PME**



Source : "Report on Support to SMEs in Developing Countries Through Financial Intermediaries", Dalberg Global Development Advisors.

Dans les pays à bas revenu (selon les standards de la Banque Mondiale, affichant un PIB par habitant inférieur à 1 000 dollars US par an), ce sont en moyenne 43% des entreprises employant entre 20 et 99 personnes qui désignent l'accès au crédit ou son coût comme une difficulté sérieuse, contre 11% dans les pays à haut revenu (c'est-à-dire ceux dotés d'un PIB par habitant supérieur à 12 300 dollars US par an). Ces difficultés se reflètent dans la structure de financement des entreprises dans les pays en développement. Ayyagavi et al. (2012) présentent cette dernière dans une recherche récente: le crédit bancaire représente seulement 40% du financement extérieur pour les petites entreprises de moins de 20 employés et 70% pour les grandes entreprises de plus de 100 employés ; puis vient le crédit fournisseurs (respectivement 20% et 15%) ; la contribution propre de l'entrepreneur et les actions qui représentent 20% du financement des petites entreprises (10% des

grandes), les emprunts auprès d'institutions financières autres que les banques (10%) et les prêts de proches ou d'usuriers (5%), les obligations faisant moins de 5% du total. Même dans les pays émergents, plus avancés, la part du financement informel (incluant les prêts consentis par les proches), toutes tailles d'entreprises confondues, représente encore 5% du financement au Brésil et au Bangladesh, 8% en Inde, 33% en Indonésie et 60% en Chine.

Deux faits ressortent donc de cette brève mise en perspective : d'une part, les contraintes financières (au sens de difficultés d'accès au financement externe) sont très supérieures dans les pays en développement et émergents par rapport aux pays développés, et d'autre part, les PME souffrent encore davantage que les grandes entreprises de ces contraintes financières.

Le caractère dual de la structure industrielle des pays en développement les surexpose de fait à ces difficultés accrues. On y trouve beaucoup de micro-entreprises de moins de 5 personnes, ainsi que de grandes entreprises de plus de 100 employés, mais moins d'entreprises entre ces deux pôles (Tybout, 2010). C'est le cas particulièrement en Afrique Sub-Saharienne. Selon Fafchamps (1994), les grandes entreprises bénéficient de rendements d'échelle et sont favorisées par les politiques gouvernementales, tandis que les petites entreprises arrivent à tirer parti de marchés « niches » sur lesquels elles disposent d'une information locale, de coûts de main d'œuvre inférieurs (en employant de la famille ou de jeunes apprentis) et sont exemptées ou échappent aux régulations et aux taxes. Les entreprises de taille intermédiaires, en revanche, sont trop petites pour capter des rendements d'échelle et trop grandes pour échapper aux régulations. Comme on le verra par la suite, elles se trouvent face à une problématique similaire concernant l'accès au crédit : elles sont trop grandes pour pouvoir se satisfaire du micro-crédit, et trop petites pour pouvoir prétendre à un crédit bancaire. Une dernière source de difficultés est l'absence de marché d'actions. Dans ce cas en effet, la seule manière d'investir dans des projets risqués et hautement rentables est soit de créer sa propre entreprise, soit d'investir dans celle d'amis proches ou parents. Selon la Société Financière Internationale (membre du Groupe de la Banque Mondiale), le déficit total de financement dont pâtiraient les PME du secteur formel en dehors des pays à haut revenu de l'OCDE se situerait entre 700 et 850 milliards de dollars.

En d'autres termes, les pays en développement ont non seulement un volume crédit plus faible à distribuer (du fait précisément du retard de développement de leur secteur financier) toutes choses égales par ailleurs, mais en outre, les PME y ont un accès plus restreint, alors même qu'elles jouent un rôle capital dans la croissance économique. Les raisons théoriques de ces difficultés particulières sont l'objet de la discussion suivante.

### *La production de crédit, une activité où l'information joue un rôle capital<sup>1</sup>*

Pour quelles raisons les banques sont-elles nécessaires, alors qu'il existe des marchés de capitaux qui remplissent les mêmes fonctions (transférer des ressources, produire de l'information, gérer des risques...) ? Dans les faits, les banques rendent possibles des transactions financières qui, sur les marchés, ne pourraient avoir lieu. Les banques naissent de ce qui peut faire obstacle à une relation de financement direct sur un marché financier : d'une part, le fait que l'horizon préféré de ceux qui ont de l'argent à prêter coïncide rarement avec celui de ceux qui souhaitent en emprunter, d'autre part, le fait que le prêteur a nécessairement moins d'informations que l'emprunteur sur le projet

---

<sup>1</sup> Cette section s'appuie largement sur l'ouvrage de J. Coupey-Soubeyran, « Monnaie, Banques, Finance », PUF (coll. Licence), 2010.



d'investissement à financer. C'est la seconde de ces deux spécificités de l'entreprise bancaire (transformation d'échéances dans un cas, réponse aux problèmes d'asymétries d'information dans l'autre) qui va retenir notre attention, car c'est elle qui explique en grande partie les difficultés accrues d'accès au financement des agents privés dans les pays en développement, notamment les ménages et les PME.

D'emblée, il convient de rappeler que la théorie microéconomique standard est impuissante à analyser ces problématiques. Dans un cadre de marchés financiers parfaits et complets, où toute l'information disponible circule librement, il n'y a pas d'asymétries d'information et les banques n'existent pas. C'est parce qu'il existe des imperfections de marché que l'entreprise bancaire trouve sa raison d'être. De ce point de vue, les théories issues de la nouvelle microéconomie (principal-agent, information imparfaite, contrats incomplets...) éclairent particulièrement l'analyse de l'entreprise bancaire. Les coûts liés aux problèmes d'asymétrie d'information offrent en effet une justification majeure à l'existence des banques. Lorsqu'un emprunteur sollicite un financement, il connaît mieux que le prêteur auquel il fait appel la qualité de son projet d'investissement et ses chances de succès : il s'agit ici d'asymétrie d'information *ex ante*, mis en évidence par Joseph Stiglitz ou George Akerlof dans les années 1970. L'emprunteur devra parvenir à convaincre le prêteur et ce dernier rassembler suffisamment d'informations concordantes pour s'assurer que le projet vaut d'être financé. Le repérage par le prêteur ou le signalement par l'emprunteur des projets d'investissement de qualité engendre des coûts de sélection pour le premier et de signal pour le second, en temps ou en argent (Leland et Pyle, 1977). Ces coûts sont indispensables afin d'éviter les phénomènes de « sélection adverse » (ou anti-sélection, cf. encadré 1) qui conduiraient à l'exclusion du marché des emprunteurs à plus haut potentiel de succès. Si ces coûts s'avèrent supérieurs à la rentabilité attendue du projet, alors le financement du projet n'aura pas lieu. En théorie, chaque prêteur va donc devoir engager les mêmes coûts de contrôle, pour obtenir des informations identiques sur un prêteur. La duplication des coûts peut toutefois être évitée si l'un des prêteurs se spécialise dans la production d'information nécessaire à la sélection des projets. En centralisant les relations de financement, la banque permet cette économie de coûts en réalisant des économies d'échelle, tout en mutualisant les risques de défaut sur un très grand nombre d'emprunteurs. Evidemment, la banque n'est pas le seul acteur du système financier à produire une information utile pour éclairer les choix des investisseurs. Les agences de notation en font de même. A la différence de ces dernières, la banque produit cette information pour son propre compte, afin d'éclairer ses choix d'investissement. Elle se positionne donc en intermédiaire entre un large ensemble de prêteurs et un large ensemble d'emprunteurs dont elle effectue la sélection.

**Encadré 1 : Asymétries d'informations et « lemons » sur le marché des voitures d'occasion.**

Dans un article demeuré célèbre, Akerlof (1970) utilise l'exemple du marché des voitures d'occasion aux Etats-Unis afin de mettre en lumière les conséquences négatives des asymétries d'information sur le fonctionnement du marché des voitures d'occasion. Les acteurs (acheteurs et vendeurs de voiture d'occasion) ne disposent pas de la même information sur la qualité des véhicules présents sur le marché. Le vendeur d'une voiture d'occasion connaît mieux les caractéristiques de sa voiture que l'acheteur éventuel. Les acheteurs savent que le marché comporte des voitures de mauvaise qualité. Ils cherchent donc à payer les voitures au prix le plus bas. Mais à ce prix, les propriétaires de voitures de qualité refusent de les vendre et se retirent du marché. Au final, il ne restera sur le marché que les produits de mauvaise qualité (les *lemons* en anglais), qui seront achetés à un prix plus cher (le prix moyen entre celui des voitures de bonne qualité et celui des voitures de mauvaise qualité) par les consommateurs, qui ne disposent pas de l'information sur la qualité réelle des voitures. L'asymétrie d'information provoque un problème de « sélection adverse » et empêche certains marchés de fonctionner de façon efficace.

Les problèmes créés par l'asymétrie d'information ne se limitent cependant pas aux questions de sélection *ex ante*, d'autres peuvent surgir *ex post*, après que le contrat de financement a été conclu. Il reste alors à vérifier que l'emprunteur fait usage des fonds prêtés conformément aux engagements qui ont été pris, afin d'éviter l'aléa moral (*moral hazard*) qui consisterait pour l'emprunteur à « tricher », c'est-à-dire, disparaître dans la nature avec l'argent du prêt (Diamond, 1984). Là encore, cette vérification est coûteuse, et comme précédemment, la banque évite la duplication de ces coûts de contrôle, en apparaissant comme un contrôleur délégué par l'ensemble des prêteurs, capable d'inciter l'emprunteur à se conformer à ses engagements et à rembourser à l'échéance. Si le projet échoue réellement, le contrôleur délégué pourra le vérifier et se dédommager grâce à des collatéraux ou des garanties qu'il aura exigé avant la conclusion du contrat de prêt.<sup>2</sup> Il peut s'agir d'un engagement sur les biens privés de l'emprunteur, ou encore de clauses dans le contrat de prêt stipulant que la banque pourra saisir tout ou partie de l'appareil de production... C'est une façon pour le prêteur de limiter ses pertes : il se remboursera sur la vente (aux enchères par exemple) du bien collatéral.

### *Des difficultés décuplées dans le cadre des pays en développement<sup>3</sup>*

Les mécanismes théoriques présentés de façon simple ci-dessus concernent toutes les relations de prêts dans toutes les économies, quel que soit leur niveau de développement. A cet égard, la crise de 2008-2009 a montré que les économies développées pouvaient se trouver face à une défaillance grave du système financier, précisément du fait d'un accroissement massif des asymétries d'information : faute de pouvoir évaluer correctement le risque dans leur environnement immédiat (problème de la présence de produits structurés potentiellement toxiques dans le bilan de l'ensemble des acteurs financiers), confrontées à un défaut croissant de leurs emprunteurs hypothécaires (dans le cas des Etats-Unis), les banques ont choisi d'arrêter de fournir des crédits aux agents économiques (phénomène dit de *credit crunch*) afin préserver leurs fonds propres et, pour les plus chanceuses, de restaurer leurs marges.

Pour être moins spectaculaires, les dysfonctionnements du système financier dans les pays en développement n'en aboutissent pas moins à des conséquences similaires : le financement externe y fait cruellement défaut (cf. *supra*). On pourrait croire que c'est parce que les taux de défaut des ménages ou petites entreprises pauvres y sont plus élevés que dans les pays développés. C'est là l'exception plus que la règle, notamment lors de politiques publiques de soutien au crédit pas toujours bien calibrées, nous y reviendrons. Lorsque l'on considère des circuits de financement informels, les taux de défaut sont, en règle générale, très faibles. Selon une étude portant sur des prêteurs ruraux du Pakistan, le taux moyen de défaut de paiement était seulement de 2%, malgré un taux d'intérêt moyen de 78% (Aleem, 1990). Néanmoins, comme le soulignent Banerjee et Duflo (2011), ces faibles taux de défaut des emprunteurs sont en réalité le fruit d'efforts substantiels des prêteurs. Ces derniers peuvent certes se protéger en exigeant des garanties, mais celles-ci sont par essence limitées dans les pays les moins développés. Afin de maximiser la probabilité d'être remboursé, le prêteur doit accumuler beaucoup d'informations sur le prêteur, bien plus en fait que

---

<sup>2</sup> A cet égard, on notera que l'existence d'un collatéral constitue également un moyen de résoudre l'asymétrie d'information *ex ante*, puisqu'il représente un moyen pour l'emprunteur de signaler sa confiance dans le succès, et donc la qualité, de son projet.

<sup>3</sup> Cette section reprend certains éléments du chapitre 7 de l'ouvrage d'A. Banerjee et E. Duflo, 2011, « Repenser la pauvreté », ed : Les livres du nouveau monde.

cela ne serait le cas dans un pays développé. Par la suite, lorsque le prêt sera accordé, le créancier devra surveiller son débiteur, en allant par exemple sur son lieu d'activité, afin de s'assurer que l'argent est dépensé comme convenu.

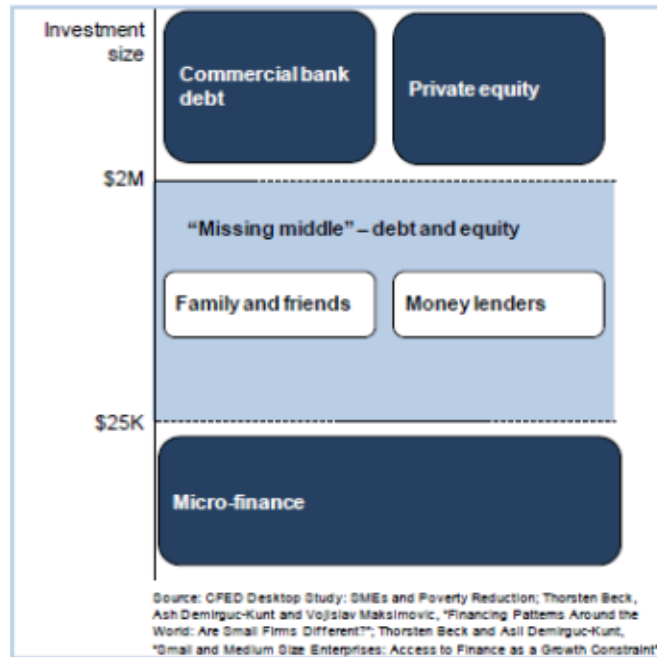
C'est ce niveau très élevé des coûts de sélection et de contrôle, combiné aux handicaps lourds induits par le respect des réglementations bancaires, qui expliquent pourquoi les banques prêtent relativement peu aux agents économiques pauvres dans les pays en développement, alors même qu'il serait aisé pour elle de faire concurrence aux prêteurs informels imposant des taux d'intérêt très élevés. Les employés de banque ne sont pas en mesure d'effectuer les contrôles et les vérifications nécessaires : ils n'habitent pas au village, ils ne connaissent pas les gens et changent fréquemment de poste, contrairement aux prêteurs informels. En outre, en cas de retard ou de menace de défaut de paiement, les banques respectables ne peuvent avoir recours aux méthodes souvent à la limite de la légalité utilisées par les prêteurs informels pour récupérer leurs fonds. Ces problèmes décuplés d'asymétries d'information, combinés avec des frais fixes de gestion souvent élevés, rendant de fait les petits prêts non rentables, et l'exigence d'un collatéral élevé, excluent une grande partie des ménages pauvres et des petites entreprises des circuits formels de financement.

L'existence de telles défaillances de marché appelle de toute évidence une action correctrice, par exemple des pouvoirs publics. Est-elle pour autant aisée à mettre en œuvre ? Rien n'est moins certain. Des années 1960 à la fin des années 1980, de nombreux pays en développement ont eu recours à des programmes de crédit financés par l'Etat, le plus souvent par le biais de taux d'intérêt subventionnés, à destination des pauvres en milieu rural. Ainsi, en Inde, à partir de 1977, chaque fois qu'une banque ouvrait une agence dans une ville, elle devait en ouvrir quatre dans des zones rurales n'en disposant pas. De plus, les banques avaient pour consigne de prêter 40% de leur portefeuille au « secteur prioritaire » : petites entreprises, agriculteurs, coopératives, etc. Cependant, ces programmes de prêts imposés n'ont pas connu un grand succès. Les taux de défaut étaient très élevés (40% des prêts non remboursés dans les années 1980), témoignant de problèmes massifs d'aléa moral liés aux asymétries d'information *ex post* et à un manque de contrôle sérieux. Les prêts étaient souvent davantage motivés par des priorités politiques que par des besoins économiques – le nombre de prêts consentis à des agriculteurs augmentait juste avant les élections, précisément dans les districts où leur issue s'annonçait incertaine (Cole, 2009). De façon générale, Burgess et Pande (2005) ont montré qu'il en coûtait au gouvernement plus d'une roupie pour augmenter d'une roupie les revenus des pauvres grâce à l'ouverture d'agences bancaires. Aussi, en 1992, l'obligation d'ouvrir des agences dans les zones rurales a été abandonnée. Dans la plupart des autres pays en développement, le soutien des Etats pour les programmes de prêts publics n'a cessé de décliner.

L'échec de ces programmes d'intervention publique dans le domaine bancaire souligne qu'il est généralement dangereux pour les Etats de se mêler de prêt subventionné. Et comme cela a été montré plus haut, les coûts induits par les prêts aux agents économiques les plus pauvres sont trop élevés, notamment au regard de la taille de ces prêts, pour que les banques du secteur privé formel s'y intéressent. Il existe donc un espace pour des interventions publiques alternatives, par exemple sous la forme des instruments qui font l'objet de ce rapport. A ce stade, on se contentera de rappeler que, là encore, les PME devraient bénéficier d'une attention particulière. En effet, alors qu'elles se trouvent exclues de l'accès au crédit pour les raisons évoquées plus haut, elles ne peuvent pas non plus trouver d'alternative du côté de la micro-finance (le fameux « micro-crédit »), dont les prêts

sont par nature trop petits pour satisfaire les besoins en capital des PME. Ce « segment manquant » (« missing middle » en anglais) de la chaîne de financement est illustré dans la Figure 3 ci-dessous.<sup>4</sup>

**Figure 3. Le « segment manquant » du financement des PME**



Source : “Report on Support to SMEs in Developing Countries Through Financial Intermediaries”, Dalberg Global Development Advisors.

#### *La nécessaire prise en compte de la dimension institutionnelle*

La correction des défaillances de marché évoquées précédemment apparaît donc comme un motif majeur d'intervention d'organisations telles que l'AFD, mais il n'en constitue cependant pas la raison unique. L'objectif principal de certaines interventions va en effet être davantage le renforcement d'une structure d'intermédiation partenaire ou relais, voire l'atteinte d'objectifs de développement (efficacité énergétique, cf. lignes de crédit environnementales évoquées *infra*) de façon plus efficiente.

De façon plus générale, il convient de se garder d'analyses trop uniquement quantitatives de l'additionnalité. Le soutien financier apporté à un projet représente un processus dont les principaux éléments sont figés dans un accord signé. Il apparaît donc important de prendre en compte l'ensemble du processus au-delà des dispositions contractuelles. De même, la mesure de l'additionnalité devra chercher à intégrer le caractère plus ou moins pérenne des effets obtenus par le projet.

<sup>4</sup> Toutefois, le phénomène semble de moins en moins prégnant en zone urbaine, où de nombreuses institutions de microfinance ont adopté des stratégies de *upscaling*, ie de montée en puissance vers la mésofinance.

### *Les instruments typiques utilisés par les IDF*

Les institutions de développement de la finance (IDF) utilisent trois principaux instruments que sont les prêts (lignes de crédit), les garanties et le fonds d'investissement. Ces trois instruments seront l'objet de chapitre particulier dans cette étude. Le récent rapport DFID (2011) qui procède à une revue de littérature comparative de ces IDF présente la distribution entre ces trois instruments pour un ensemble de seize IDF dont Proparco. Les lignes de crédit sont de loin l'instrument privilégié pour le développement de la finance par Proparco.

**Tableau 1 : Distribution du portefeuille des IDF selon les instruments**

	Equity and quasi-equity	Loans	Guarantees
	<i>Bilaterals</i>		
BIO	38%	62%	0%
CDC	96%	4%	0%
COFIDES	94%	6%	0%
DEG	42%	57%	2%
Finnfund	45%	53%	2%
FMO	45%	51%	3%
IFU/IØ/IFV	53%	44%	3%
Norfund	85%	15%	0%
OeEB	47%	42%	11%
Proparco	14%	84%	2%
SBI	57%	43%	0%
SIFEM	88%	12%	0%
SIMEST	100%	0%	0%
SOFID	0%	83%	17%
SwedFund	64%	36%	0%
	<i>Multilaterals (commitments)</i>		
EBRD	15%	85%	0%
IFC	18%	55%	27%*

Source: DFID 2011 *Comparing Development Finance Institutions Literature Review*

## **2.2. Evaluation d'impact : quelles méthodes pour quelles questions ?**

L'évaluation d'impact fait partie d'un ensemble de méthodes de suivi comprenant le *monitoring*, un processus continu de suivi de la mise en œuvre de projets visant à s'assurer de leur conformité aux procédures et aux critères de bon fonctionnement du bailleur ou de l'agence d'exécution, et l'*évaluation*, un exercice plus ponctuel visant à établir l'impact d'un projet, c'est-à-dire un lien de cause à effet entre celui-ci et la performance des bénéficiaires. La focalisation sur le lien de causalité (l'« attribution ») est ce qui distingue l'évaluation d'impact au sens strict d'autres formes d'évaluation.

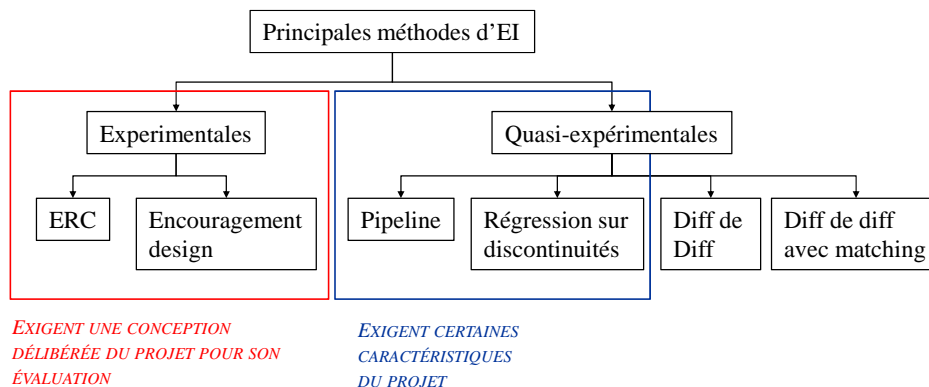
Utilisée en économie du travail depuis près de quarante ans, l'évaluation d'impact ne s'est généralisée en économie du développement que récemment. Contrairement à ce que les controverses récentes suggèrent, son essence n'est pas dans l'assignation aléatoire (la « randomisation ») mais plutôt dans la comparaison de la performance des bénéficiaires avec celle d'un groupe de contrôle.

## Deux grandes familles de méthodes d'évaluation d'impact

- L'approche expérimentale (c'est-à-dire les ERC ou essais randomisés contrôlés), fondée sur l'assignation aléatoire ;
- Les approches quasi-expérimentales, qui remplacent l'assignation aléatoire par des méthodes économétriques pour assurer la comparabilité du groupe de traitement avec le groupe de contrôle.

Les méthodes d'évaluation les plus communément utilisées sont représentées dans la Figure 4. L'approche expérimentale repose sur l'assignation aléatoire - c'est-à-dire sur la loi des grands nombres – afin d'assurer la comparabilité du groupe de traitement et du groupe de contrôle, garantissant que les performances individuelles potentielles ne sont pas corrélées avec le statut (traité ou non traité). En d'autres termes, pourvu que la taille de l'échantillon soit suffisante pour que les deux groupes soient similaires en termes de caractéristiques avant traitement, l'assignation aléatoire garantit la *validité interne* de l'expérience, c'est-à-dire sa capacité à établir une relation de causalité entre le traitement et les différences de performance observées après celui-ci. Par contre, la *validité externe*, c'est-à-dire la capacité à tirer des leçons valides hors de l'échantillon, exige que l'échantillon total (groupe de traitement et groupe de contrôle) soit représentatif de la « population traitable ». Ceci est généralement difficile à établir, ce qui est l'une des principales limitations de l'approche expérimentale.

**Figure 4. Méthodes d'évaluation d'impact**



Bien que largement utilisés dans d'autres disciplines, les ERC ont récemment fait l'objet d'une controverse intense en économie du développement (voir par exemple Rodrik, 2008 ; Deaton, 2010 ; Ravallion, 2009 ; Imbens et Wooldridge, 2009). Personne ne conteste leur validité interne, c'est-à-dire leur capacité à identifier les effets d'un programme avec le minimum d'interférence de facteurs confondants. Dans le cas de l'accès au crédit, les ERC récents, bien que peu nombreux, ont mis en lumière des résultats intéressants et inattendus (voir McKenzie, 2010, pour un survol). Ainsi, le fort taux de rendement sur le capital pour les pauvres a été mis en lumière dans deux ERC consistant tout simplement à distribuer des donations de \$100 à \$200 à des micro-entrepreneurs pauvres et à observer l'augmentation de revenu qui s'ensuivait (de Mel et al., 2008a ; McKenzie et Woodruff, 2008). Leurs résultats, qui situent le taux de rendement sur le capital entre 5% et 20%, contribuent à expliquer pourquoi les pauvres sont parfois prêts à emprunter à des taux très élevés même sans qu'il s'agisse de prêts de détresse. En revanche, un autre ERC (de Mel et al., 2008b) suggère que le taux de rendement sur le capital est nettement moins élevé dans le cas de femmes entrepreneurs, suggérant que celles-ci font face à d'autres barrières que l'accès au crédit (expropriation par

d'autres membres de la famille, discriminations de nature variées). La littérature n'offre pas d'explication claire sur ce phénomène, mais les ERC ont au moins permis de poser la question.

Par contre, la validité externe des ERC, c'est-à-dire leur capacité à générer des leçons en termes de politique économique valables en dehors du contexte de l'ERC, n'est pas toujours claire. Ainsi, un ERC (Karlan et Zinman, 2010) consistant à accorder des prêts non bonifiés à des clients de banques dont les dossiers avaient été marginalement rejetés par leur banque (c'est-à-dire tout près du seuil d'acceptation) a montré que le rendement de ces prêts était positif et qu'ils avaient un impact significatif sur la performance commerciale des emprunteurs, soulignant l'existence de contraintes quantitatives sur l'accès au crédit, en cohérence avec ce qui a été mentionné dans la section 2.1. Ce résultat est potentiellement important pour justifier l'intervention de l'AFD sous forme de lignes de crédit non bonifiées. Néanmoins, il n'est valide que pour une classe particulière d'emprunteurs - ceux qui sont « presque acceptables ». Étendre le raisonnement à tous les emprunteurs contraints serait faire dire à l'ERC plus qu'il ne peut.

Dans la pratique, l'assignation aléatoire n'est pas toujours compatible avec la déontologie ni avec la culture d'agences publiques. Ceci ne constitue pas nécessairement une barrière insurmontable, cependant. Certains programmes publics, comme le célèbre programme PROGRESA au Mexique, ont été randomisés ; par ailleurs, de nombreuses variantes de l'assignation aléatoire, plus acceptables, sont possibles. Ainsi, on peut randomiser l'assignation à une classe marginale d'utilisateurs, comme dans Karlan et Zinman ; on peut organiser une loterie entre acteurs éligibles ; ou, enfin, on peut randomiser la promotion d'un programme dans ce que l'on appelle le « design d'encouragement ». Ainsi, de Janvry et al. (2008) ont randomisé l'information sur l'existence d'un bureau de crédit<sup>5</sup> au Guatemala en informant 5 000 emprunteurs de micro-crédit choisis au hasard sur son existence. La comparaison du comportement de ceux-ci (le groupe de traitement) avec celui d'emprunteurs non informés (le groupe de contrôle) suggère que l'information a conduit à une amélioration du taux de remboursement, bien que modeste et temporaire. En général, les phases pilotes, dans lesquelles un programme ne peut de toute façon pas être offert à tout le monde, se prêtent particulièrement à l'assignation aléatoire, qui est une manière équitable de rationner l'offre.

Parmi les méthodes alternatives, dites « quasi-expérimentales », la régression sur discontinuités est l'une des plus puissantes. Ce design d'évaluation s'applique à des programmes ayant un seuil d'éligibilité clair, et l'identification se fait par la comparaison des entreprises juste au-dessus du seuil avec celles qui sont juste en dessous. Leur proximité en fonction de la variable déterminante du seuil, si tant est que cette variable soit corrélée avec la performance, permet de les considérer comme comparables. Pour que ce design d'évaluation soit applicable, il faut que le seuil soit suffisamment abrupt pour avoir une différence discrète de participation autour (idéalement 0 avant, 100% après) ; qu'il y ait suffisamment d'entreprises dans ce voisinage, ce qui exige une taille d'échantillonnage suffisante ; et que le seuil ne soit pas manipulable par les entreprises (par exemple, s'il est en termes d'emploi, il est relativement facile pour une entreprise juste au-dessous du seuil de recruter pour être juste au-dessus - voir Abidoye et al., 2008).

De nombreuses autres méthodes quasi-expérimentales ont été développées pour tester l'impact de programmes publics ou d'aide au développement. L'un des plus largement utilisés est la régression en différences de différences, qui consiste, dans sa forme la plus simple, à régresser une variable de performance sur l'ensemble des variables de contrôles pertinentes, une variable muette marquant le groupe de traitement, une autre variable muette marquant la période de traitement, et l'interaction

---

<sup>5</sup> Un bureau de crédit est un registre de l'histoire de crédit des emprunteurs partagé entre les prêteurs.

de celles-ci. Le coefficient sur le terme d'interaction donne une estimation non biaisée de l'effet de traitement pourvu que les variables de contrôle couvrent l'ensemble des attributs pertinents, c'est-à-dire que, conditionnellement à ces variables, la performance potentielle des entreprises soit indépendante de leur assignation au groupe de traitement ou de contrôle. Dans la pratique, c'est rarement le cas, surtout si la participation au programme est volontaire (comme dans le cas d'une offre de crédit, d'une assistance technique, etc.) ; le problème est alors que les participants au programme peuvent avoir intrinsèquement plus de potentiel de performance que les non-participants, ce qui risque de faire attribuer au programme plus de mérite qu'il n'en a.

On peut améliorer l'efficacité de l'estimation par des méthodes consistant à appairer chaque entreprise du groupe de traitement à des entreprises « semblables » sur la base de caractéristiques observables. Ceci permet de filtrer l'influence parasite de caractéristiques permanentes affectant à la fois la participation et la performance, pourvu que celles-ci soient observables. Les caractéristiques permanentes non observables (qualité de la gestion) peuvent être contrôlées par des effets fixes définis au niveau entreprise. Aucun de ces raffinements, par contre, ne peut contrôler parfaitement l'influence de facteurs à la fois non observables et variables dans le temps, comme par exemple un *changement* d'équipe de gestion.

Dans la pratique, les méthodes d'appariement sont gourmandes en données, car il a été montré que leur validité dépend de la richesse et de la pertinence des variables incluses dans la régression auxiliaire utilisée pour l'appariement. Par ailleurs, elles exigent des tailles d'échantillonnage suffisantes. Une régression sur plusieurs milliers d'observations aura de bonnes chances de produire des tests puissants ; une régression sur une centaine d'observations aura des chances, elle, de ne rien produire du tout. Il est donc important de garder à l'esprit, dans l'interprétation des résultats d'une évaluation d'impact, que l'absence d'effet du traitement est fondamentalement ambiguë : elle peut refléter la faiblesse du test tout autant que l'inefficacité du traitement.

#### *Approche pour les interventions AFD sur le financement de la PME*

Dans le cas des interventions de l'AFD dont les interlocuteurs sont des intermédiaires financiers, on ne peut guère définir l'unité d'observation (et donc les groupes de traitement et de contrôle) à ce niveau, car les observations se compteraient alors en très petit nombre. En outre, les banques sont peu susceptibles d'être comparables. Par contre, l'évaluation d'impact peut être conduite en aval, au niveau des entreprises emprunteuses, et l'appariement se faire à ce niveau, comme dans la Figure 5. En d'autres termes, même si la banque A et la banque B ne sont pas comparables, les entreprises A2 et B1, l'une empruntant de A et l'autre de B, peuvent l'être - par exemple en termes de chiffre d'affaires, d'emploi, de secteur et de taux de croissance pré-programme.<sup>6</sup>

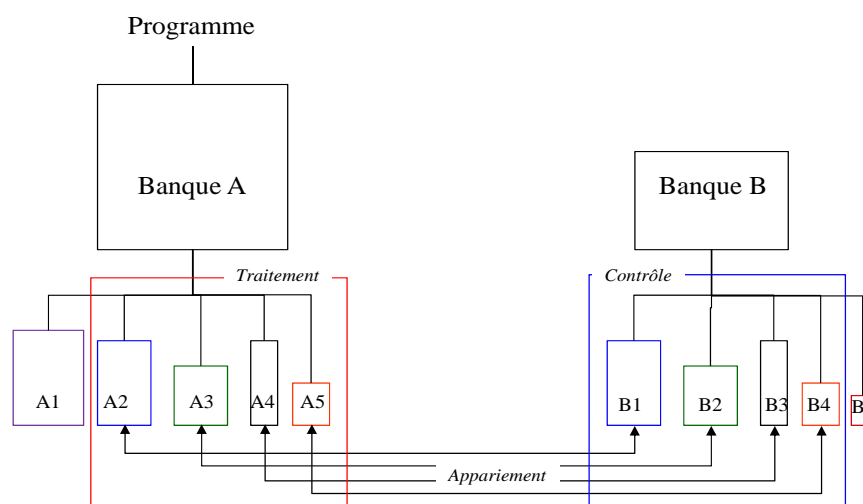
En bref, il existe dans la littérature suffisamment de méthodes d'évaluation d'impact pour que leur application puisse être envisagée dans une vaste gamme de contextes, tant que sont remplies un certain nombre de conditions, qui feront l'objet de discussions plus poussées dans le contexte des lignes de crédit à la section 3.3.3.

---

<sup>6</sup> Selon l'algorithme d'appariement, chaque entreprise du groupe de traitement peut être appariée avec plusieurs entreprises de contrôle, mais le raisonnement reste le même.



**Figure 5. Appariement en aval de l'intervention**



### 2.3. Evaluation d'impact sur les programmes d'aide au financement des PME

Il existe un nombre important de méthodes selon qu'elles soient mises en place en début de projet (*ex ante*) ou à la fin du projet (*ex post*) et qu'elles soient expérimentales ou quasi expérimentales. Il est intéressant de regrouper ces approches selon les types d'interventions sur le financement de la PME auxquelles elles sont le mieux adaptées.

*Approches si l'évaluation du programme est prévue ex ante*

Ainsi, parmi les méthodes qui peuvent être mises en place *ex ante*, on peut préférer la méthode expérimentale ERC qui réfère aux méthodes classiques qui sélectionnent aléatoirement quelques PME pour recevoir l'intervention. Elle est adaptée si l'intervention peut être proposée aléatoirement à un type d'entreprises clairement distinct par exemple, programmes publics fournissant de la formation financière aux PME (c'est souvent plus délicat lorsque l'intervention implique du financement). Ainsi, Bruhn et Zia (2011) ont pu appliquer cette méthode sur un programme en Bosnie de formation des entrepreneurs au financement de leur activité.

Si l'intervention est à grande échelle mais que son développement se fait région par région on peut alors proposer une méthode d'entrée progressive aléatoire (*randomized phase in*) des régions. On ne sélectionne pas aléatoirement les entreprises mais les régions. Cette méthode randomise l'ordre dans lequel un projet est déroulé dans le pays. Comme son nom le suggère, cette méthodologie est bien adaptée pour évaluer les politiques qui sont mises en application à différentes étapes. Elle peut être plus appropriée pour évaluer des interventions où la distinction de qui participe n'est pas claire, comme de larges politiques de financement des PME ou des réformes de réglementation. Elle a été appliquée par Ndovie (2010) dans le cas de l'évaluation d'un prêt au PME au Malawi.

S'il y a plus de PME candidates au programme que de fonds disponible, alors on peut envisager une méthode de sur-suscription (*oversubscription*). Un sous-ensemble d'entreprises est aléatoirement

assigné pour recevoir un programme parmi l'ensemble des entreprises éligibles qui candidatent au projet. Ainsi, on ne sélectionne pas aléatoirement les PME auxquelles on va proposer le programme, mais on sélectionne aléatoirement des PME parmi celles qui en font la demande et qui sont éligibles selon les critères. Ceci peut être acceptable du point de vue du décideur public s'il y a un excès de demande par rapport à la capacité d'offre car alors il faut sélectionner les entreprises bénéficiaires, une loterie apparaissant l'option la plus équitable. Cette approche est utile pour évaluer les interventions dans lesquelles le manque de fonds rend nécessaire de limiter le nombre d'entreprises qui peuvent participer à l'intervention. Cependant, il est vrai que ceci s'applique surtout pour les projets concernant les individus pour lesquels on peut avoir une forte demande ; dans le cas des projets relatifs aux PME, la population de départ étant moindre, cette configuration se produit moins fréquemment. Ainsi, Karlan et Zinman (2010) ont utilisée cette méthode pour un programme de financement des ménages en Afrique du Sud.

Enfin, dans le cadre de projets proposés à grande échelle au même instant dans tout le pays, on peut envisager une méthode avec processus d'incitation (*encouragement design*). Dans cette méthode, certaines entreprises sont aléatoirement favorisées (par exemple, par des incitations ou des campagnes de marketing financier, de coûts d'entrée ou frais de dossier moindres...) pour participer au programme, bien que le programme soit disponible pour le reste de la population. Cette méthode a été utilisée pour l'évaluation d'un bureau de crédit au Guatemala par de Janvry et al. (2008) et proposée pour un projet de Fonds de garantie par la Banque Mondiale.

Les méthodes non expérimentales peuvent être aussi envisagées même *ex ante* ; par exemple, si un programme a un critère unique de sélection (moins de 50 salariés), il est possible de mettre en place une procédure d'analyse par discontinuité (cf. section 2.2). On compare alors les résultats des entreprises qui ont juste passé le seuil avec les entreprises qui ont juste manqué le seuil, et on mesure l'effet de l'intervention. Kerr et al. (2010) utilisent cette méthode pour évaluer l'impact d'un projet de financement des start-up aux Etats-Unis.

**Tableau 2. Evaluations d'impact *ex ante***

Types d'intervention	Approche EI adaptée	Exemples
Interventions qui peuvent être proposées aléatoirement à des firmes	Essais randomisés contrôlés (ERC)	Formation financière pour entrepreneurs en Bosnie
Interventions dont l'enrollement peut se faire aléatoirement parmi les régions	Entrée progressive aléatoire (randomized phase-in)	Prêt aux entreprises au Malawi
Si certaines PME peuvent être aléatoirement encouragées à participer	Processus d'encouragement (encouragement design)	Mise en place bureau de crédit au Guatemala
Une partie des PME appliquant peut être aléatoirement sélectionné	Processus de sursubscription (over subscription design)	Impact d'un prêt aux consommateurs en Afrique du Sud
Critère de sélection unique et net qui détermine l'éligibilité au programme	Approche régression sur discontinuité	Impact du financement des start-up aux US

### *Approches si l'évaluation du programme est prévue ex post*

Dans le cadre d'évaluations *ex post*, on a recours aux méthodes non expérimentales. Les méthodologies non-expérimentales couvertes dans ce cadre incluent la méthode des différences-en-différences, les variables instrumentales, la régression par discontinuité, et l'appariement des coefficients de propension. À la différence des méthodes expérimentales, les évaluations non-expérimentales n'incluent pas un dispositif exogène prévu à l'avance pour isoler l'impact d'une politique. Ainsi, ces méthodes se fondent sur l'identification d'un groupe témoin et utilisent alors des techniques statistiques pour s'assurer que l'évaluation d'impact est correctement mesurée. Ces approches sont utilisées généralement pour évaluer des politiques quand une évaluation n'a pas été prévue à l'avance.

L'approche en différences-de-différences emploie un groupe comparable d'entreprises qui n'a pas été exposé au programme en tant que groupe témoin. L'approche compare alors les résultats au fil du temps des PME exposées à la politique relativement à ceux des entreprises du groupe témoin. Tant qu'un groupe témoin peut être identifié, cette approche peut être employée pour évaluer un grand nombre de politiques, y compris des interventions de niveau national visant des PME et des interventions au niveau régional. Cette approche peut convenir pour évaluer des interventions auprès des PME lorsque la mise en place du projet s'est faite en plusieurs étapes, municipalités par municipalités, ou lorsque le programme s'adressait à des groupes spécifiques (entrepreneurs femmes par exemple). L'évaluateur doit connaître les critères de sélection et si le groupe de traitement a été sélectionné pour maximiser les bénéfices du projet (sélection des meilleurs) ce qui peut naturellement biaiser les résultats. Bruhn (2011) utilise cette méthode pour évaluer un projet d'enregistrement des entreprises au Mexique.

La régression par discontinuité est employée pour évaluer les interventions dans lesquelles un seuil défini détermine l'éligibilité (telles que des politiques fournies à certaines PME comportant moins d'un certain nombre de travailleurs l'année avant l'intervention). Puis, les résultats des entreprises qui ont juste passé le seuil sont comparés avec ceux des entreprises qui ont juste manqué ce seuil. Pour évaluer des politiques telles que le crédit bancaire aux PME, où les établissements suivent certains critères pour sélectionner les entreprises éligibles, la régression par discontinuité peut constituer une approche adéquate. Cette méthode a, par exemple, été utilisée pour l'évaluation du programme de financement de start-up aux Etats-Unis par Kerr et al. (2010).

La méthodologie d'appariement par les coefficients de propension (PSM) peut être employée pour évaluer une intervention sur les PME dans laquelle les critères institutionnels qui ont défini la sélection dans le projet sont observés et connus, et alors qu'un groupe témoin n'a pas été retenu. Le groupe témoin peut dès lors se composer des entreprises ne participant pas au programme, et l'impact de l'intervention sera déterminé en comparant l'évolution des résultats au fil du temps entre les deux ensembles d'entreprises. L'appariement des coefficients de propension se fait en deux étapes. La première étape consiste en une régression probit qui convertit toutes les caractéristiques des entreprises au sein de la population en un indice unique, le coefficient de propension qui traduit pour une entreprise la probabilité de participer au programme selon ses caractéristiques. À la seconde étape, chaque PME traitée est appariée avec une PME témoin, en fonction de leurs coefficients de propension respectifs, en s'assurant que le groupe témoin ait des caractéristiques équivalentes sauf pour ce qui est d'avoir reçu le « traitement »<sup>7</sup>. Arraiz et al. (2011)

---

<sup>7</sup> Il existe divers algorithmes d'appariement disponibles, par exemple ceux du « voisin immédiat », du « noyau » et des « intervalles/stratification », pour n'en nommer que quelques-uns.

ont utilisé cette méthodologie au Chili afin d'évaluer un programme d'aide au développement des PME via le financement de leur plan de développement.

L'approche instrumentale des variables peut être employée pour évaluer des interventions sur les PME dans lesquelles les entreprises, sur la base d'informations inobservables, décident de participer ou non au programme. Très souvent les entrepreneurs s'auto-sélectionnent eux-mêmes pour participer à des projets de financements des PME. Par exemple, lorsqu'une intervention sur les fonds public de garantie pour les PME exige que les entrepreneurs eux-mêmes demandent la garantie, seules les entreprises qui pensent que cette garantie leur permettra d'accéder au crédit vont faire la démarche, alors que celles qui s'attendent à peu ou pas d'avantages du programme ne la demanderont pas.

Pour évaluer des interventions de ce type, un instrument ou un ensemble d'instruments est nécessaire. Un instrument valide doit être un facteur prédictif fort de la participation au programme et ne doit pas être corrélé avec la variable de résultats pour des raisons autres que la participation à l'intervention (c'est-à-dire, il doit être exogène). Dans cet exemple sur les fonds de garantie, l'instrument doit prévoir le choix des entreprises à participer au programme de garantie mais ne doit pas influencer l'accès des entreprises au crédit pour des raisons autres que leur participation au programme de garantie. Une fois qu'un instrument est identifié, l'impact d'une intervention est calculé en deux étapes. Dans la première étape, l'instrument est utilisé pour prévoir la participation de programme. Dans la deuxième étape, la participation prédite est employée pour évaluer l'impact de l'intervention.

**Tableau 3. Evaluations d'impact *ex post***

Types d'intervention	Approche EI adaptée	Exemples
Interventions où l'enrollement est séquentiel par région, où mises en place dans certaines régions seulement	Différences de différences	Réforme d'enregistrement des firmes au Mexique
Interventions pour lesquelles des PME ont été ciblées pour des raisons indépendantes du succès du projet	Variables instrumentales si on trouve un instrument robuste	Programme de micro crédit en Thailand
Critère de sélection unique et net qui détermine l'éligibilité au programme	Approche régression sur discontinuité.	Impact du financement des start-up aux US
Interventions avec critères éligibilité clair et règles de sélection	Appariement des coefficients de propension	Programme développement firmes au Chili

Kaboski et Townsend (2011) ont évalué l'impact d'un programme de micro-crédit en Thaïlande avec cette méthode. Comme chaque village a reçu le même montant d'argent, indépendamment de sa population, les plus petits villages ont bénéficié d'une injection relativement plus intense de crédit. En raison de la nature de l'intervention, l'expansion du crédit dans les villages induite par le programme a pu être corrélée avec le nombre de ménages (moins il y avait de ménages, plus l'intensité de crédit était importante). Utilisant les interactions du nombre de ménages et le nombre d'années de programme comme instruments pour le montant de crédit reçu par village, les auteurs

ont évalué l'impact de ce programme sur le revenu des ménages et leur consommation (le nombre de ménages n'est pas directement corrélé avec les revenus et consommation de chaque ménage mais explique l'intensité de l'injection de micro crédit dans l'économie).

### *Des évaluations qui n'aboutissent pas toujours*

Les évaluations ex post peuvent être contraintes par la disponibilité des données nécessaires et par des tailles d'échantillon trop faibles, néanmoins elles sont envisageables dans de nombreux cas. En revanche les méthodes ERC sont souvent plus délicates à mettre en place comme nous l'avons souligné précédemment. Une étude récente de la Banque Mondiale par Campos et al. (2012) détaille comment sept évaluations d'impact avec méthode ERC de différents programmes de prêts aux entreprises en Afrique ont échoué et pourquoi. Il est nécessaire que la population ciblée par le programme (pas ceux qui en bénéficient effectivement) soit importante afin de générer aisément un échantillon contrefactuel. De même, si le programme touche des entreprises très hétérogènes la taille du groupe de contrôle requis devient très importante.

Une fois ces contraintes de taille réglées, d'autres barrières peuvent surgir. Tout d'abord, un conflit de calendriers entre le programme et l'évaluation. Il peut arriver que le programme soit lancé rapidement à petite échelle, alors même que les détails du design de l'intervention permettant faire une évaluation d'impact sont encore en discussion : cela rend très compliqué la mise en place correcte de la méthode ERC. Ensuite, ces délais importants requis pour discuter du design de l'intervention font que l'équipe en charge du programme peut changer au cours de ces discussions et la nouvelle équipe peut revenir sur l'opportunité de moduler l'intervention pour pouvoir faire une ERC. Enfin la principale explication à l'échec de ces sept ERC a été le faible nombre de postulants, dès lors les stratégies de sur-souscription, d'entrée progressive aléatoire ou d'encouragement n'ont pu être appliquées.

### 3. Les lignes de crédit

#### 3.1 Les lignes de crédit: Objectifs et modalités

##### *Identifier la déficience de marché*

La première étape de la démarche d'un bailleur pour l'octroi d'une ligne de crédit (LC) doit être l'identification de la DM (déficience de marché) à laquelle celle-ci doit répondre, et la clarté de cette identification devrait être l'un des critères d'évaluation de l'intervention. En effet, comme toute intervention publique mobilisant les ressources publiques d'un bailleur, l'aide sous forme de lignes de crédit bonifiées<sup>8</sup> doit, pour être justifiée, répondre à une DM clairement identifiée. En l'absence de DM, l'utilisation de ressources publiques pour favoriser telle ou telle activité ou type d'acteur est sans effet voire engendre des effets négatifs si les bonifications induisent des distorsions.<sup>9</sup>

Dans la pratique, la DM peut se situer sur le marché du crédit lui-même, par exemple sous forme de rationnement du crédit dû à des problèmes d'information dissymétrique (aléa moral ou anti-sélection) ou de concurrence imparfaite sur les marchés financiers. Dans ce cas, des projets d'investissement rentables ne sont pas réalisés faute d'accès au crédit. L'intervention de l'AFD soit sous forme d'assistance technique au secteur bancaire, soit sous forme de LC (bonifiées ou non—voir la discussion ci-dessous sur le ciblage) est alors justifiée pour pallier la DM, et ceci quelque soit la nature des projets financés *in fine*, pourvu que les freins au développement du crédit aient été identifiés correctement (par exemple, la DM peut être plus sévère pour les petites entreprises, en zone rurale, ou bien faute de garanties<sup>10</sup> ou par manque de capacités techniques ou managériales dans les institutions financières).

Les sources d'évidence sur l'existence de contraintes à l'accès au crédit sont essentiellement de trois ordres :

1. Des études économétriques en coupe transversale ou en panel<sup>11</sup> de pays établissant un lien entre développement financier et croissance ;
2. Des enquêtes auprès des entreprises sur les obstacles à la croissance ;
3. Des expériences (naturelles ou construites).

En ce qui concerne les études économétriques sur le développement financier et la croissance, la littérature est très vaste (le lecteur peut consulter par exemple, King et Levine, 1993; Rajan et Zingales, 1998 ; Levine et al., 2000). Le problème de base de cette littérature est qu'au-delà de la

---

<sup>8</sup> La plupart des lignes de crédit de l'AFD sont bonifiées, contrairement à celles de PROPARCO qui sont, elles, octroyées aux conditions du marché.

<sup>9</sup> Ainsi, l'utilisation de ressources du bailleur pour des lignes de crédit concessionnelles au profit d'exportateurs dans un pays bénéficiaire ne répondant à aucune déficience de marché reviendrait à créer une offre excédentaire sur les marchés de destination (possiblement ceux du bailleur lui-même), détruisant ailleurs les emplois créés chez le bénéficiaire.

<sup>10</sup> Ries (2007) note que le manque de garanties est un frein substantiel au développement de projets de maîtrise de l'énergie en Thaïlande, en dépit d'une stratégie gouvernementale visant à les développer. L'AFD est intervenue dans ce contexte sous forme de LC concessionnelles à une banque privée, la TMB Bank.

<sup>11</sup> Dans les études en coupe transversale, seules les variations entre pays sont considérées. La dimension temporelle n'est pas prise en compte (soit parce que l'étude ne porte que sur une année, soit parce qu'elle considère la moyenne des observations pour plusieurs années). Les études en panel, outre la dimension pays, prennent également en compte la dimension temporelle.

corrélation, il est difficile d'identifier le sens de causalité entre développement financier et développement tout court. La stratégie d'identification de Rajan et Zingales (1998) qui a fait le succès de leur article était d'établir un degré de dépendance par rapport au financement extérieur au niveau sectoriel sur la base de données américaines et d'utiliser ce degré de dépendance comme variable d'identification pour tester si les secteurs plus dépendants étaient aussi plus sensibles au développement financier. Leurs résultats confirment une relation positive au niveau sectoriel entre degré de dépendance vis-à-vis du financement extérieur et développement financier.

Fafchamps et Schündeln (2011) examinent au Maroc, le lien au niveau local, entre présence des banques et développement des entreprises. L'intérêt de leur travail, basé sur le recensement industriel, est de montrer que le développement financier influe non seulement sur l'accès au crédit des entreprises existantes, mais également sur les créations et fermetures d'entreprises. Un meilleur accès au crédit peut en effet faciliter les créations d'entreprises. Il peut également diminuer les faillites, avec la conséquence paradoxale, que de ce fait, le crédit permet la survie d'entreprises moins productives. Alternativement, les entreprises qui n'ont pas recours au crédit sont peut-être moins vulnérables en temps de crise (le Maroc étant en récession pendant la période qu'ils étudient).

En ce qui concerne les enquêtes, le problème de base de ces études est que, lorsque l'on demande aux patrons d'entreprise dans les pays en voie de développement à quels obstacles ils font face, la réponse est généralement une liste interminable de sujets de mécontentement sans hiérarchie discernable. A l'aide de techniques économétriques et graphiques diverses, Ayyagari et al. (2008) trouvent néanmoins que l'accès au financement émerge régulièrement comme le principal obstacle dans les enquêtes. Ferro et Wilson (2011) construisent un classement des perceptions par les entreprises de l'obstacle principal à leur développement (sur 25 options proposées) à partir des données d'enquête des *Enterprise Surveys* de la Banque Mondiale et montrent que, dans le cas de l'accès au crédit, les flux d'aide par pays (mesurés par le CRS de l'OCDE) sont malheureusement corrélés négativement avec ces perceptions ; en d'autres termes, l'aide au secteur financier tend à aller à des pays dans lesquels les entreprises signalent plutôt peu de problèmes d'accès au crédit, et vice versa.

Les expériences sont beaucoup plus rares, mais sont porteuses de leçons potentiellement intéressantes pour la conception d'interventions correctives. Ainsi, Cole et al. (2010) ont assigné de manière aléatoire à des villageois indonésiens (i) un programme de formation de base sur l'usage des comptes en banque et (ii) une subvention à l'ouverture d'un compte pour déterminer si le manque d'information était le principal facteur limitant l'usage de comptes en milieu rural. L'expérience a montré que la subvention avait un effet nettement supérieur à la formation, suggérant que le coût était « plus important » que l'information comme barrière. Comme pour la plupart des ERC, le problème de base dans l'exploitation de ce genre de résultat pour la conception d'interventions d'aide est la validité externe : Il est impossible de dire si le résultat obtenu sur 564 ménages indonésiens se généralise à d'autres contextes ou non. On pourrait établir des parallèles sur la base de similarités dans les caractéristiques observables ; mais on serait alors en contradiction avec le principe de la randomisation.

Banerjee et Duflo (2012) utilisent une expérience naturelle, une réforme en Inde qui abaisse (en 1998) puis remonte (en 2000) le plafond d'éligibilité pour des crédits à taux bonifiés. Ils distinguent deux types de rationnement de crédit : (i) un rationnement en prix (les entreprises souhaiteraient emprunter moins cher, mais elles peuvent quand même emprunter) ; et (ii) un rationnement en quantité (les entreprises ne peuvent trouver du crédit, quel qu'en soit le prix). C'est sur ce deuxième

groupe d'entreprises qui pèse véritablement la contrainte de crédit. L'effet estimé sur le profit des 250 entreprises de l'échantillon (suivies entre 1996 et 2002) est gigantesque : un dollar supplémentaire de prêt augmente le profit de l'entreprise (net des intérêts) de 73%. Les entreprises les plus contraintes sont les entreprises privées et celles qui ont peu d'employés par rapport au capital physique. Au passage, le modèle théorique insiste sur les motivations propres des banquiers indiens du secteur public: une fois qu'ils ont accordé un prêt, ils auront tendance à le renouveler pour éviter une pénalité en cas de non-remboursement.

Malgré les limitations de chaque branche de la littérature existante, quelques « faits stylisés » émergent de façon assez robuste. Ainsi, l'octroi de LC destinées à des PME peut s'appuyer sur une large littérature établissant que (i) les PME jouent un rôle particulier dans la création d'emplois (Ayyagari et al., 2011b ; Ayyagari et al., 2007) et peuvent générer ainsi des effets externes positifs sur la réduction de la pauvreté ; et (ii) ces entreprises sont particulièrement contraintes dans leur accès au crédit (Beck et al., 2005). En ce qui concerne l'octroi de LC à de grandes entreprises, la démonstration est moins évidente. Dans le cas d'un Etat souffrant de contrainte dans l'accès aux devises, on peut utiliser le fait que les grandes entreprises sont les plus aptes à générer des recettes d'exportation, la structure des secteurs exportateurs étant typiquement concentrée à l'extrême (Freund et Pierola, 2012).

La littérature a également établi un lien entre les contraintes à l'accès au crédit et l'innovation. Sur la base de données des *Enterprise Surveys* de la Banque Mondiale, Ayyagari et al. (2011a) ont montré que la proportion des investissements financée par des fonds extérieurs à l'entreprise—largement par prêts bancaires—était corrélée avec plusieurs indicateurs d'innovation au sens large, incluant la formation de joint ventures avec des partenaires étrangers.

D'autres DM se situent en aval du secteur financier, en raison de la présence de biens publics ou d'externalités. Il peut s'agir de secteurs (éducation, santé, infrastructures de base, énergies renouvelables) ; de finalités (efficacité énergétique), de types de partenaires (collectivités locales, petites entreprises si celles-ci génèrent plus que proportionnellement des emplois, ou favorisent l'emploi de catégories vulnérables comme les femmes ou les populations indigènes), ou de types de montages désirables pour une raison ou pour une autre. En particulier, l'investissement dans des technologies propres est généralement sous-optimal étant donné ses retombées positives sur l'environnement local et global. Dans ce type de situation qui représente une partie substantielle du portefeuille de LC de l'AFD, des prêts bonifiés se justifient autant par leur aspect « subvention » que par leur aspect « accès au crédit », bien que la maturité des prêts puisse aussi jouer un rôle important.

En bref, l'identification d'une DM clairement définie comme finalité ultime de l'intervention de l'AFD doit être un élément important de son cadre logique car elle fournit une base microéconomique saine pour son évaluation.

#### *Evaluer le ciblage de l'intervention*

Etant donnée l'existence d'une DM, l'intervention (sous forme d'octroi de LC) doit être ciblée de façon à « traiter » correctement celle-ci et, là encore, l'adéquation de l'intervention à la DM devrait être l'un des critères de son évaluation. Evaluer cette adéquation requiert une bonne compréhension des canaux à travers lesquels les contraintes sur l'accès au crédit agissent sur la capacité des entreprises à croître et à générer des emplois et des externalités positives.

Si la DM de base se situe dans le marché du crédit, l'intervention sous forme de LC en partenariat avec une institution financière locale est clairement appropriée. Ainsi, les LC peuvent avoir pour



objectif d'inciter les banques partenaires à élargir leur portefeuille vers des projets plus risqués, plus techniques, ou plus novateurs. La bonification de ces LC intervient alors soit pour modifier le calcul de rentabilité de projets qui sinon seraient non-banquables, soit un incitatif pour infléchir la politique de prêt de l'institution partenaire. Cependant les résultats, dans ce domaine, semblent mitigés. Ainsi, dans le cas de la 5<sup>ème</sup> LC avec la DBSA (*Development Bank of South Africa*), qui a fait l'objet d'une évaluation rétrospective, les évaluateurs notent que

« While the original objective of the 5th credit line was to enable the DBSA to redeploy funds that had been refinanced via the two « riskier » projects, there is no evidence to support that this has in fact occurred. [...] the DBSA adopts the same credit criteria and project appraisal process irrespective of the source of the funds, and all projects that conform to these criteria are funded. »<sup>12</sup>

Une autre évaluation rétrospective, sur la Turquie celle-ci, fait aussi état d'un certain conservatisme de l'institution partenaire, peu disposée à modifier ses règles d'octroi de crédit. Une partie du problème vient du fait que l'incitatif marginal des LC de l'AFD est faible, la plupart des bailleurs offrant des conditions assez similaires (Naudet et Oktar, 2012, notent, p. 18, qu'il existe une « relation entre le niveau de l'avantage comparatif des ressources et la capacité à infléchir les règles d'éligibilité au crédit d'une banque partenaire »).

La réponse appropriée à une DM résidant dans le fonctionnement des institutions financières peut être une assistance technique plutôt qu'une LC, ou une combinaison des deux. En l'absence d'un effort substantiel d'assistance technique, dans le cas de la LC à la TSKB (*Türkiye Sinai Kalkinma Bankasi*), l'AFD a préféré conserver la décision d'approbation des projets, contrairement à la plupart des autres bailleurs, ce qui a fait l'objet de réserves de la part de l'institution partenaire et des évaluateurs, et ne constitue probablement pas un substitut à l'assistance technique ou au dialogue avec les institutions financières partenaires. Cependant, la LC elle-même peut avoir pour effet de renforcer les capacités de l'institution partenaire dans un domaine particulier ; ainsi la LC à la TSKB aurait apparemment contribué à améliorer sa capacité à comprendre les questions d'émissions de CO2 dans l'évaluation des projets (Naudet et Oktar, 2012).

En résumé, la modification, à la marge, du comportement de l'institution financière partenaire devrait être un critère du cadre logique de l'intervention et de son évaluation lorsque la DM réside dans le système bancaire, et l'intervention devrait être calibrée pour générer efficacement ce changement de comportement. Celui-ci devrait, à son tour, être mesurable par des indicateurs vérifiables.

Si la DM se situe en aval de l'intermédiation bancaire, la bonification de la LC peut servir de subvention pure et simple, si tant est que celle-ci soit répercutée par l'institution financière. Ainsi l'AFD plafonne-t-elle quelquefois la marge de l'institution partenaire, comme dans le cas de la TSKB ou de la HIFU au Vietnam.

Le cadre logique de l'intervention et son évaluation devraient alors se focaliser sur le changement induit dans le comportement des investisseurs plutôt que dans celui des intermédiaires financiers, c'est-à-dire sur la réalisation de projets qui n'auraient pas été réalisés sans l'apport de la LC. Cependant, paradoxalement, la mesure de l'impact ultime des LC semble avoir perdu de l'importance dans le suivi de ses LC par l'AFD. Ainsi Naudet et Oktar (2012) notent que

---

<sup>12</sup> Bertoldi et al. (2009), p. 24; cité dans Naudet et Oktar (2012), p. 15.

« [c]omme cela a été le cas à PROPARCO, la tendance va clairement vers une « financiarisation » des lignes de crédit de l'AFD et s'éloigne, en parallèle, d'une conception centrée sur les projets de développement financés. Le parallèle trouve toutefois ses limites dans le fait que les lignes de l'AFD sont bonifiées, nécessitant sans doute des justifications différentes de celles de PROPARCO. » (p. 20)

Bien que les contraintes sur l'accès au crédit jouent au niveau de l'*entreprise*, il ne s'ensuit pas forcément qu'une intervention « clinique » (LC au niveau de l'*entreprise*) soit la réponse la plus appropriée. En effet, la littérature a surtout mis en lumière l'effet systémique de contraintes au niveau du *pays*, bien que cet emphase reflète possiblement aussi la nature des données disponibles. Ainsi, sur la base de données pan-Européennes de la base Amadeus, Klapper et al. (2006) ont identifié un canal « entrepreneurial », montrant que les cadres réglementaires facilitant l'accès au crédit comme l'existence de normes comptables étaient corrélés à des flux de création d'entreprise plus élevés. Si le problème est là, la réponse appropriée est peut-être une assistance technique à l'élaboration de normes comptables effectives plutôt que l'octroi de LC pour pallier la DM induite sur le marché du crédit.<sup>13</sup>

Dans le même ordre d'idées, la littérature suggère que la dissymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs peut être réduite par l'existence de « bureaux de crédit » permettant le partage d'information entre prêteurs. Sur la base de coupes transversales de pays, Jappelli et Pagano (2002) et Djankov et al. (2007) ont montré que ce partage d'information réduisait le risque et accroissait la disponibilité du crédit. Les coupes transversales de pays souffrent de problèmes d'identification déjà discutés—essentiellement l'hétérogénéité des pays—mais d'autres études empiriques utilisant des données d'entreprise comme Brown, Jappelli et Pagano (2009) sont arrivées aux mêmes conclusions.

Cependant, les implications pour l'intervention des bailleurs ne sont pas directes, car démontrer l'impact des bureaux de crédit ne revient pas à démontrer l'existence d'une DM, ni surtout la capacité de l'intervention publique à la réduire. Ainsi, Love et Mylenko (2003) ont trouvé que l'existence de registres de crédit *privés* réduisait les contraintes perçues par les cadres d'entreprises sur l'accès au crédit, mais pas celle de registres *publics*. Djankov et al. (2007), eux, ont trouvé que les registres de crédit public avaient un effet positif et significatif sur le volume du crédit bancaire, mais seulement dans les pays les plus pauvres de leur échantillon.

En résumé, la littérature existante suggère que des LC peuvent être utilisées comme instrument à la fois pour remédier à des déficiences de marché sur le marché du crédit lui-même (essentiellement des contraintes dans l'accès au crédit pour certains types d'acteurs comme les PME) ou en aval de celui-ci (comme instrument de politique industrielle, environnementale ou autre), ou en amont (environnement légal et réglementaire). Dans le cas de distorsions en amont, les LC risquent de se révéler insuffisantes, la nature du problème étant souvent systémique. Dans le cas de distorsions sur le marché du crédit ou en aval, selon le ciblage désiré, les LC gagnent à être combinées à d'autres instruments comme l'assistance technique permettant de modifier plus puissamment le comportement des acteurs concernés, entreprises emprunteuses ou intermédiaires financiers. Ceci requiert un engagement et un suivi prolongés qui semblent être ce qui manque le plus aux

---

<sup>13</sup> Le même type de raisonnement s'applique à un large spectre de variables de l'environnement des affaires incluant, *inter alia*, la protection de la propriété individuelle, le respect des contrats, et la nature du cadre légal. Cependant les implications de cette vaste littérature en termes de design d'intervention pour les bailleurs sont assez faibles, en particulier du fait qu'elle souffre de problèmes d'identification considérables et largement non résolus. Voir par exemple le résumé dans Ayyagari et al. (2012).

interventions de l'AFD. L'avantage de ce suivi n'est donc pas limité à l'évaluation : il contribue à l'impact des interventions lui-même.

### **3.2 L'évaluation des lignes de crédit : Que ressort-il de la littérature ?**

Plusieurs évaluations sont disponibles dans la littérature (certaines sont présentées dans le Tableau 4 à la fin de la section 3). Elles sont très souvent réalisées suivant les cinq critères proposés par l'OCDE qui sont discutés plus en détail dans la section suivante (pertinence, efficacité, efficience, impact, durabilité) ; elles sont basées sur des enquêtes auprès des entreprises bénéficiaires et des institutions financières participantes. Les méthodes retenues pour les évaluations sont avant tout qualitatives.

Les évaluations ex post réalisées par KFW (2005, 2011a et 2011b) et présentées ci-dessous examinent toutes si les 5 critères de l'OCDE ont été correctement remplis. Pour ce faire, des enquêtes qualitatives sont conduites auprès des PME bénéficiaires et des institutions financières. Différents indicateurs (par exemple, le taux de rendement des capitaux propres, le coût d'accès au crédit, le taux de décaissement, le taux d'intérêt réel perçu par les banques, etc.) sont également définis pour chaque critère. Une note est alors attribuée pour chaque critère, puis une note globale à l'ensemble du programme.

KFW (2005) a conduit l'évaluation d'une ligne de crédit pour les PME, mise en place au Kazakhstan en 2000 et dont le montant était de 13,8 millions d'euros. 3 banques commerciales ont pu bénéficier de cette ligne de crédit dans le cadre des prêts qu'elles ont accordés aux PME. L'objectif final était de favoriser l'accès au crédit de ces PME afin de renforcer la restructuration de l'économie. Si initialement, seules les PME de moins de 50 employés devaient bénéficier de ces prêts, leur octroi a ensuite été élargi aux PME de moins de 200 employés. 2/3 des prêts ont été accordés au final à des entreprises de moins de 130 employés. Au total, 43 prêts ont été accordés pour un montant moyen par prêt de 321 000 euros, largement au dessous du montant maximal autorisé (1 million d'euros).

#### *Impact sur les entreprises bénéficiaires :*

Grâce à cette ligne de crédit, l'accès au crédit des PME a été facilité. L'obtention de prêts a été à la fois plus facile (collatéral exigé plus faible) et plus rapide. La durée des prêts a aussi pu être allongée.

Outre cette additionalité financière, l'évaluation indique aussi une additionalité économique : près de 1 000 emplois ayant pu être créés ou sauvegardés dans les PME, suite à l'obtention de ces prêts.

On peut toutefois craindre un effet de sélection dans les PME bénéficiaires, puisque dans la majorité des cas; seules celles présentant des résultats satisfaisants ont reçu un financement. Enfin, il apparaît que les retombées positives pour l'ensemble de l'économie sont souvent plus longues que la durée du prêt octroyé à l'entreprise emprunteuse. Il pourrait de fait, être judicieux d'ajuster en conséquence la durée du prêt afin que l'économie dans son ensemble puisse bénéficier au mieux des externalités positives potentielles.

*Impact sur les institutions financières :*

Ce programme a eu un effet de signal positif sur les institutions financières en leur montrant que les prêts aux PME pouvaient être profitables. La qualité des prêts financés dans le cadre de ce programme a en effet été bonne, le taux de défaut étant nul au moment de l'évaluation. Toutefois, la mise en place effective de ce programme au niveau des institutions financières a été relativement longue et l'assistance d'un expert extérieur aurait permis sans doute de réduire cette durée.

En termes de résultats, le taux de prêts non performants parmi ceux octroyés dans le cadre de cette ligne de crédit est nettement inférieur au taux moyen observé habituellement et les provisions pour pertes sont suffisantes.

KFW (2011a) a également procédé à l'évaluation d'une ligne de crédit pour les prêts environnementaux aux PME, mise en place au Salvador en 2005. Cette ligne de crédit pour les banques commerciales auprès de la banque centrale avait pour objectif de favoriser l'accès au crédit des PME pour leurs investissements environnementaux (réduction de la pollution et usage plus efficient des ressources naturelles). Au total, 211 prêts ont été accordés pour un montant moyen de 43 000 euros. Le montant total de cette opération a atteint 11,25 millions d'euros. Le groupe cible était les PME dont le processus de production était nocif pour l'environnement et qui étaient disposés à changer leurs méthodes productives. L'évaluation conduite en 2011 suggère une mise en œuvre satisfaisante de la ligne de crédit. Toutefois, son additionalité environnementale a été relativement faible.

*Impact sur les entreprises participantes, notamment leur impact environnemental :*

L'impact de ce programme sur l'environnement a été limité, notamment en raison des conditions de prêts imposées dans ce programme et qui ne donnaient pas aux entreprises suffisamment d'incitations pour réaliser des investissements environnementaux additionnels. En particulier, les contrôles effectués sur les effets environnementaux réels des investissements ne sont pas assez stricts et par conséquent, les PME voient surtout ce programme comme un moyen d'obtenir un financement à moindre coût, plus que comme un moyen de réduire leur empreinte environnementale.

En outre, les prêts financés ont souvent inclus des aspects sans rapport avec l'environnement (par exemple l'acquisition de terrains) les rapprochant de fait, de prêts traditionnels.

*Impact sur les institutions financières :*

De même, les banques commerciales ont eu tendance à voir ce programme comme un moyen de sécuriser leurs parts de marché et d'accéder à un refinancement à moindre coût. A noter que le nombre de banques qui ont participé à la mise en œuvre de la ligne de crédit a été supérieur à l'objectif initial. Les banques ont, en outre, répercuté sur les emprunteurs une partie de leurs gains, leur taux de marge étant d'environ 4%.

Dans le même ordre d'esprit, KFW (2011b) a évalué l'impact d'une ligne de crédit à destination des PME, mise en œuvre en Indonésie en 2005. Cette ligne de crédit avait pour objectif de faciliter l'accès au crédit des PME pour leurs prêts environnementaux. Le montant total du programme a atteint 11,25 million d'euros et a été évalué par KFW en 2010-2011. Là encore, l'évaluation a suivi les 5 critères établis par l'OCDE. L'une des particularités de ce programme était d'avoir un double

objectif : i) réduction de la pollution et meilleure utilisation des ressources naturelles, ii) renforcement du système financier via la mise en place d'instruments de financement à long terme pour les projets environnementaux. L'évaluation a montré une efficacité limitée du programme.

*Impact sur les entreprises participantes et notamment sur leur impact environnemental :*

Si le taux de remboursement des prêts accordés a été de 100%, en revanche, l'objectif de décaissement total de la ligne de crédit 3 ans après son lancement n'a pas été atteint. Néanmoins, les PME emprunteuses ont pu bénéficier de taux d'intérêts légèrement inférieurs à ceux du marché (1 à 1,5%) et les objectifs environnementaux liés à ces prêts ont été atteints.

*Impact sur les institutions financières :*

La durée des prêts a été allongée (pour atteindre en moyenne 180 jours) et le second objectif du programme a ainsi été atteint. La connaissance des problématiques environnementales par les acteurs du système financier a pu être renforcée grâce à une assistance technique de qualité.

En 2007, le Département de l'évaluation des opérations de la Banque Africaine de Développement a procédé à l'évaluation de la 5<sup>ème</sup> ligne de crédit à la Banque de Développement de l'Afrique de l'Est - BDAE (Banque Africaine de Développement, 2007). La BDAE appartient à trois Etats (Kenya, Ouganda et Tanzanie) et la 5<sup>ème</sup> ligne de crédit a été mise en place en 1995 pour aider le financement des PME axées sur les ressources et à vocation exportatrice. L'évaluation détaillée ci-dessous a porté sur 19 projets. Cette évaluation conduite suivant les 5 critères définis par l'OCDE est de nature qualitative et a consisté en l'étude de rapports, d'enquêtes et des missions sur le terrain. Le montant total de cette ligne de crédit a été de 15 UC<sup>14</sup> et 19 projets ont été financés. Parmi ces 19 projets, 11 ont été effectivement mis en exploitation, 3 ont en partie réussi, 1 a échoué et 7 ont fait faillite. Aussi, en raison de ces faillites assez importantes, ce programme peut fournir un certain nombre d'enseignements utiles sur les risques d'écueils dans les programmes de lignes de crédit. A noter que quasiment aucun objectif ou indicateur spécifique financier ou économique n'a été défini lors de la mise en œuvre de la ligne de crédit.

*Impact sur les entreprises bénéficiaires :*

Le programme a eu un impact positif sur l'accès au financement des PME (additionnalité financière). Des résultats positifs ont également été obtenus en terme d'additionnalité économique : selon les estimations, 2 000 emplois additionnels ont été créés dans les entreprises bénéficiaires, ainsi que des emplois indirects dans les entreprises amont et aval.

Les échecs constatés pour certains projets sont notamment dus à des taux d'intérêt élevés, à des conditions climatiques défavorables (pour les projets dans le domaine de la floriculture) et dans certains cas, à l'acquisition non conforme d'installations de production, ainsi que l'insuffisance des fonds de roulement et de mauvaises capacités entrepreneuriales et managériales. Le manque d'infrastructures (notamment dans le domaine de l'électricité) a aussi pesé sur certains projets augmentant considérablement les coûts de production.

---

<sup>14</sup> UC : unité de compte du Groupe de la Banque Africaine de Développement.

### *Impact sur la BDAE:*

La performance financière de la BDAE a progressé au cours des années. Néanmoins, les problèmes qui ont affecté sa gouvernance, ainsi qu'un suivi laxiste des projets (notamment en termes de reporting des performances) a pesé sur la réussite de certains projets financés.

EBRD (2007) s'intéresse pour sa part à l'évaluation des lignes de crédit à destination des PME et TPE (très petites entreprises), mise en place par les autorités biélorusses avec la coopération technique de l'EBRD. Si le document disponible sur l'évaluation donne très peu de détails sur le nombre de prêts octroyés, les conditions appliquées, les caractéristiques des entreprises bénéficiaires, etc., il fournit en revanche plusieurs enseignements utiles au niveau de la coopération technique fournie par l'EBRD ou par des donateurs étrangers via l'EBRD au gouvernement biélorusse et qui pourraient être reprises par l'AFD dans ces interventions. L'impact de cette coopération a été mesuré lors de visites effectuées auprès des banques qui ont bénéficié de cette coopération et de banques qui n'en ont pas bénéficié. Toutefois, seulement trois banques privées qui n'ont pas bénéficié de l'assistance (mais qui pourraient en bénéficier dans le futur dans le cadre d'une extension du programme) ont été visitées par la mission d'évaluation, ce qui de fait rend les résultats assez fragiles.

### *Impact de la coopération technique sur les institutions financières :*

L'EBRD note que sa coopération a eu un impact positif sur l'activité des banques qui en ont profité, impact que l'on ne retrouve pas dans les banques non participantes. En termes de transferts de compétences : les banques qui ont bénéficié de l'assistance connaissent mieux et mettent mieux en œuvre les procédures de présélection des clients et d'analyse des prêts, enregistrent de meilleurs ratios financiers et mènent les entretiens avec les emprunteurs potentiels de manière plus efficace. Sur le plan de la conduite de leur activité, les agents des banques récipiendaires montrent également une meilleure capacité à travailler en équipe.

Cette coopération technique a été additionnelle car en son absence, les donateurs étrangers n'auraient pas fourni d'assistance technique au secteur financier biélorusse. Sur la base des conclusions tirées de cette coopération, pour assurer un effet positif maximal, il convient d'après le document élaboré par l'EBRD:

- d'associer les banques bénéficiaires de l'assistance, à la définition du programme de coopération,
- de trouver les financements nécessaires pour toute la durée de l'assistance, afin d'assurer une coopération continue,
- d'apporter des financements complémentaires pour cette coopération, si ceux fournis par les donateurs étrangers sont insuffisants,
- d'adapter le programme de coopération aux besoins du pays récipiendaire et de recruter des consultants maîtrisant la langue de ce pays,
- de séparer les fonctions de conseil de celles de contrôle,
- de réagir très rapidement aux signaux du marché et d'adapter en conséquence le programme de coopération (par exemple, si les prêts aux TPE sont trop peu nombreux, élargir la coopération aux prêts aux PME),

- de documenter régulièrement les avancées réalisées dans cette coopération technique.

Le rapport publié en par le groupe d'évaluation indépendant de la Banque Mondiale (World Bank Independent Evaluation Group, 2006) porte sur les lignes de crédit financées par la Banque au cours des années 1993-2003. Au cours de cette période, la Banque Mondiale a financé des lignes de crédit pour un montant global de 13,4 milliards de dollars. L'évaluation porte sur le design et la mise en œuvre de ces lignes (et non l'effet sur les entreprises bénéficiaires des prêts octroyés dans le cadre de ces programmes).

En l'absence de base de données détaillée sur les lignes de crédits financées par la Banque, le groupe d'évaluation a examiné 2 000 prêts et crédits et identifié ainsi 200 lignes de crédits. L'évaluation menée est de nature qualitative et repose sur une enquête par questionnaires effectuée auprès de 121 lignes de crédit choisies aléatoirement parmi les 200 identifiées. Ces 121 lignes représentent  $\frac{3}{4}$  du nombre total de lignes financées par la Banque Mondiale et 81% des montants financés. A l'issue de l'enquête, des statistiques sur la base des réponses obtenues ont été calculées. Les principaux résultats sont les suivants :

La mise en œuvre des directives de la Banque Mondiale a été très limitée :

- Moins de la moitié des crédits octroyés l'a été sur la base de critères d'éligibilité clairs ; lorsque de tels critères existaient, ils étaient relativement peu restrictifs,
- Près de 40% des lignes de crédit ne fournissent aucune information sur les taux de remboursement des prêts,
- Pour les lignes de crédits avec des objectifs environnementaux, seule la moitié fait mention explicitement de l'impact environnemental ;
- Aucune amélioration notable n'est constatée au cours de la période 1993-2003 dans le design des lignes de crédit.

L'impact de ces lignes de crédits a également été très limité :

- Les décaissements réels ont été faibles (moins de 60% des sommes prévues ont été réellement décaissées),
- Plusieurs lignes de crédits ont été purement et simplement fermées,
- Peu de lignes fournissent une assistance technique

Au total, il apparaît que les lignes de crédits qui remplissent le mieux les directives de la Banque Mondiale et qui ont été le mieux mises en œuvre sont celles qui ont été financées dans des pays relativement stables sur le plan macroéconomique et disposant de secteurs financiers solides. Ce sont aussi les lignes de crédit qui ont appliqué des critères stricts dans la sélection des institutions financières participantes et qui n'ont eu recours qu'aux institutions financières privées.

### 3.3 Les lignes de crédit de l'AFD

Les LC (lignes de crédit) sont un instrument en pleine expansion dans le portefeuille de l'AFD depuis les années 1990, représentant en 2008, 350 millions d'euros d'engagements. S'agissant des LC environnementales, 34 partenariats ont été établis entre l'AFD et des banques sur ce thème depuis 2005. En 2011, 7 LC relatives à l'efficacité énergétique et l'énergie renouvelable ont été financées par l'AFD dans 5 pays (Chine, Inde, Maurice, Tunisie et Turquie) pour un montant de 176 millions d'euros. Entre 2005 et 2011, le total des décaissements de l'AFD sur les LC environnementales s'est élevé à 1,4 milliard d'euros (AFD, 2012).

#### 3.3.1 L'évaluation des lignes de crédit de l'AFD

Huit évaluations rétrospectives de LC menées par l'AFD sur la période 1996-2009 ont fait l'objet d'une méta-évaluation (Naudet et Oktar, 2012). Sur la base cet échantillon, quelques régularités émergent en termes d'approche, synthétisées dans le Tableau 5.

En premier lieu, toutes les évaluations ont été réalisées ex post, sans que des données aient été collectées dans une enquête de base, et sans coordination apparente avec la conception du projet. Le plus souvent, un dispositif de reporting des LC a permis de suivre les crédits octroyés, les entreprises bénéficiaires et leurs investissements. Néanmoins, aucune démarche systématique d'étude d'impact, avec constitution d'une situation de référence et d'un groupe de contrôle, n'a été entreprise. Plusieurs évaluateurs notent que l'implication de l'AFD est maximale en début de projet, mais que le suivi est très léger. L'évaluation d'impact n'est qu'une partie d'un ensemble d'activités de suivi qui implique que celui-ci soit une priorité pour l'agence, ce qui semble requérir un changement de philosophie allant largement au-delà de la seule commande d'une évaluation d'impact clés-en-main.

Pratiquement toutes les évaluations sont fondées sur les critères proposés par l'OCDE, au nombre de cinq :

1. Pertinence (ce que l'on appelle parfois aussi « alignement », soit sur les priorités plus larges de l'agence, soit sur celles d'autres bailleurs, soit, plus important, sur celles du gouvernement du pays-hôte)
2. Efficacité, c'est-à-dire réalisation des objectifs.
3. Efficiences, c'est-à-dire adéquation de la conception du projet à ses objectifs (par exemple, par la minimisation des coûts sous la contrainte de l'objectif)
4. Impact, ce qui implique qu'une modification du comportement des bénéficiaire peut être attribuée au projet, dont l'effet ne se limite donc pas à un « effet d'aubaine » ; c'est ce que l'on appelle aussi « additionnalité » ;
5. Durabilité, c'est-à-dire persistance de l'impact dans le temps.

Quatre autres critères d'évaluation peuvent être ajoutés à cette première liste à la demande de l'AFD (Frankfurt School of Finance and Management, 2012) :

6. Additionnalité, c'est-à-dire la valeur ajoutée du soutien de l'AFD
7. Comptabilité, c'est-à-dire les aspects financiers et comptables du programme
8. Visibilité du programme



## 9. Innovation du programme

L'évaluation de l'impact n'utilise de données chiffrées que dans quelques cas, et les données sont généralement limitées (Tableau 5). Aucune ne mesure l'impact par benchmarking/groupe de contrôle, et aucune méthode économétrique n'est utilisée pour mesurer l'impact en filtrant les influences parasites.

Parmi ces évaluations, celle qui a été conduite en 2009 par le bureau tunisien ACC (ACC, 2009) se distingue pour son intérêt particulier, à la fois parce qu'elle est bien faite, tirant le meilleur parti des données disponibles, et parce qu'elle illustre la direction dans laquelle les évaluations des LC de l'AFD pourraient aller pour générer des enseignements plus incisifs.

L'AFD a accordé entre décembre 1997 et novembre 2001 trois LC à la Tunisie pour des montants de 23, 16 et 25 millions d'euros respectivement dans le but d'aider les entreprises tunisiennes à améliorer leur structure financière. Les LC ont été accordées à l'Etat tunisien à travers la BCT, qui les a rétrocédées à neuf banques commerciales. Cinquante-huit entreprises en ont bénéficié, pour des montants approximativement proportionnels à leur taille.

L'évaluation identifie clairement la motivation de ces LC et l'adéquation de l'instrument au problème. Le programme tunisien de mise à niveau, mis en place en 1995, offrait—entre autres—une prime aux investissements soumise à une liste de conditions d'éligibilité comprenant l'existence d'un fonds de roulement positif et de fonds propres couvrant au moins 30% des immobilisations. Beaucoup des entreprises potentiellement éligibles étaient dans l'incapacité de satisfaire ces critères, souffrant de structures financières déséquilibrées. Or les banques tunisiennes étaient peu enclines à offrir des crédits pour la restructuration financière, celle-ci n'offrant pas les garanties tangibles qu'offre, par exemple, un investissement immobilier. La mise à disposition par un bailleur de LC spécifiques pour la restructuration financière apparaissait ainsi comme présentant deux avantages : (i) complémentarité avec un autre instrument d'aide (le programme de mise à niveau, financé lui-même par l'UE), et (ii) réponse à une déficience de marché (refus des banques de prêter pour la restructuration financière quand bien même celle-ci contribuerait à la rentabilité de l'entreprise).

L'évaluation des LC de l'AFD par le bureau ACC repose sur l'étude des bilans de 37 des 58 bénéficiaires sur cinq ans, comparant leur santé (sur la base de 14 indicateurs listés page 18 du rapport) deux ans avant le décaissement de la LC et quatre ans après, donnant ainsi une bonne perspective sur l'effet de l'intervention à moyen terme. Sur les 37 entreprises étudiées, 15 ont présenté une amélioration de leur structure financière et 12 une détérioration, le reste (10 entreprises) ne montrant pas d'évolution notable.

L'analyse des facteurs contributifs à l'amélioration ou à la détérioration de la structure financière des entreprises bénéficiaires ne semble pas mettre en lumière un facteur dominant. Pour certaines, il s'agit d'une détérioration de l'activité ; pour d'autres, une gestion financière inadéquate, dans certains cas avec non-respect des clauses de l'accord avec l'AFD ; pour d'autres encore, une gestion réelle inadéquate (par exemple des stocks).

Le bilan de l'intervention de l'AFD dressé par ACC contient un certain nombre de réflexions intéressantes et corroborant des observations faites ailleurs dans ce rapport :

- Les clauses concernant le suivi des clients n'ont pas été respectées par les banques, celles-ci expliquant *ex post* que le suivi aurait interféré avec leur relation avec le client (chose qui, si vraie, aurait sans doute dû être clarifiée dès le départ); dans certains cas, les entreprises

bénéficiaires ont fourni leurs états financiers aux banques, mais celles-ci ne les ont pas transmis à l'AFD qui ne les a, semble-t-il, pas réclamés ;

- L'objectif d'amélioration de la situation financière des entreprises aurait été atteint plus efficacement en combinant les LC avec une assistance technique au management de ces entreprises, celle-ci permettant, en outre, un meilleur monitoring du respect des clauses de l'accord (par exemple une augmentation des fonds propres);
- L'engagement fort de l'AFD avant le déboursement (avec visites aux entreprises) contraste avec son manque de suivi par la suite ;
- La faible échelle du programme a handicapé sa capacité à répondre au problème de l'accès au PMN ; en effet, entre 2000 et 2006, sur 1'828 candidatures, 1'387, soit 76%, présentaient encore une structure financière déséquilibrée.

En dépit de l'effort fait dans ce rapport d'évaluation pour tirer le plus grand parti des données disponibles, il apparaît clairement à sa lecture qu'une évaluation d'impact de nature à éclairer les interventions de l'AFD exigerait non seulement une collecte de données plus énergique, mais un design de programme et une philosophie d'action différente.

- Le « due diligence » réalisé par l'AFD elle-même avant le déboursement des LC ne remplace pas une collecte de données de base systématique sur la base de critères et de ratio décidés clairement ;
- La diversité des conjectures de l'évaluateur concernant les causes de dégradation de la situation financière pour certains bénéficiaires souligne le manque d'un groupe de contrôle pour filtrer les influences extérieures (en particulier dans le cas de dégradation de l'activité elle-même) ;
- La petite échelle de l'intervention apparaît comme pénalisant à la fois son impact et la possibilité de l'évaluer d'une manière statistiquement crédible ;
- Le manque de suivi, qui semble caractériser un certain nombre d'interventions de l'AFD, est de nature, en lui-même, à créer un aléa moral, réduisant son impact et biaisant l'estimation de celui-ci (en clair, on risque de déclarer non performant un programme qui aurait pu l'être avec un suivi adéquat).

Sur la base de ces observations, la section qui suit propose quelques pistes pour l'amélioration de l'approche d'évaluation de l'AFD.

### **3.3.2 Quelques pistes pour une approche alternative**

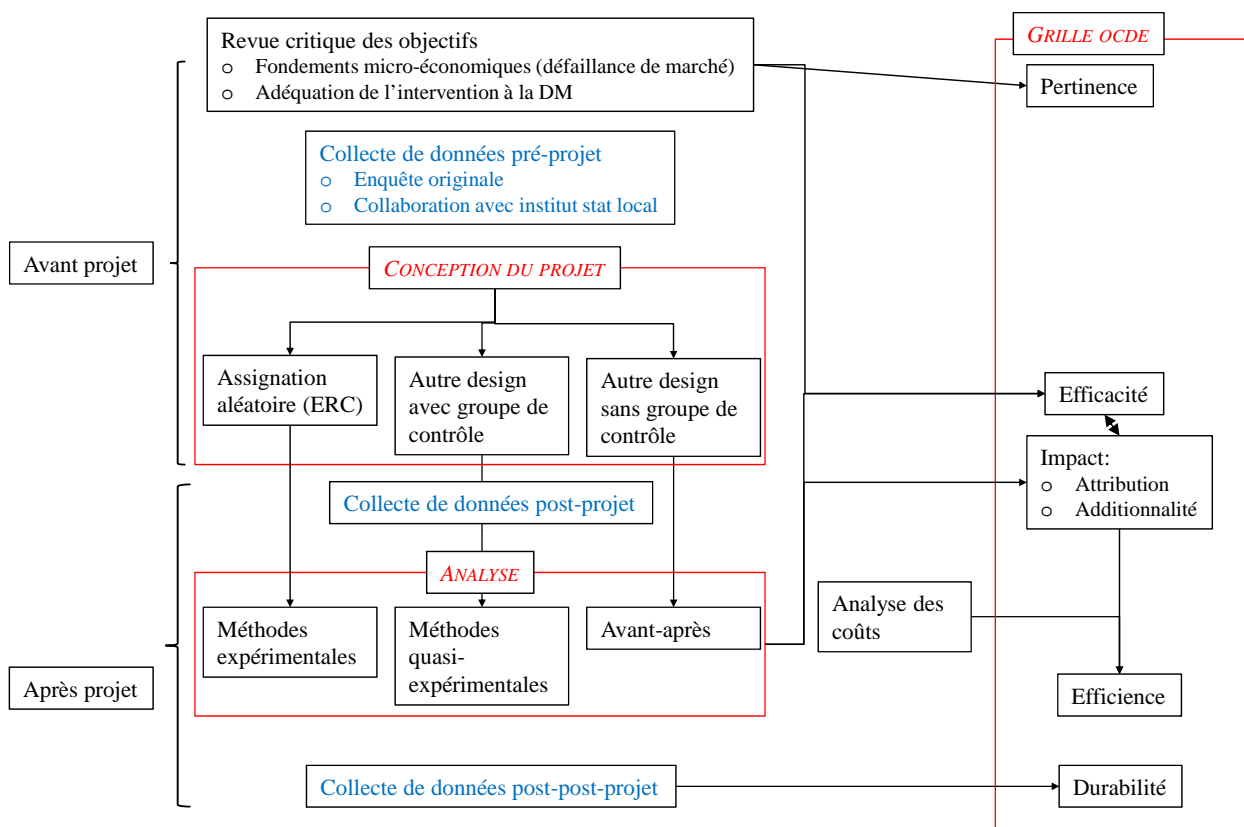
Etant donné la lourdeur des évaluations d'impact rigoureuses, en particulier lorsqu'elles sont fondées sur l'assignation aléatoire, il peut difficilement être question d'en faire un objectif à court ou même à moyen terme pour *toutes* les interventions.

Par contre, l'AFD peut envisager d'introduire une « philosophie d'évaluation d'impact » dans son action dont le bénéfice serait, au vu des considérations ci-dessus, à la fois une meilleure visibilité de l'impact et une amélioration de l'impact lui-même.

Ceci peut se faire dans le cadre des critères de l'OCDE actuellement utilisés pour guider les évaluations. Ces critères (pertinence, efficacité, efficience, impact, durabilité) sont essentiellement des « boîtes » dans lesquelles on peut organiser les données générées par une évaluation d'impact, comme l'illustre la Figure 6. La « pertinence » peut être évaluée selon des critères

microéconomiques sains (existence d'une défaillance de marché et ciblage de l'intervention sur la défaillance) plutôt que de manière ad hoc. La mesure de l'« efficacité » ou de l'« impact » (la distinction est ténue) est le but de l'évaluation d'impact ; celle-ci peut se faire de nombreuses manières, allant du « *focus group* » où le bailleur réunit les bénéficiaires et leur demande s'ils sont satisfaits, à l'évaluation expérimentale ou quasi-expérimentale avec groupe de contrôle. L'« efficacité » peut être établie par une analyse coût-bénéfice combinant les données de l'évaluation d'impact sur les bénéfices du programme avec les informations du bailleur sur son coût. Enfin, la durabilité peut être évaluée par une collecte de données faite après un certain délai, utilisant les mêmes groupes (de traitement et de contrôle) que les collectes précédentes. Ainsi, rapprocher l'évaluation des méthodes quantitatives n'implique pas d'abandonner les critères de l'OCDE, mais plutôt de leur donner un contenu quantitatif.

**Figure 6. Réconcilier les critères de l'OCDE et l'évaluation d'impact**



Les deux aspects critiques de l'évaluation d'impact impliquant un changement de philosophie de la part de l'AFD concernent le suivi et l'échelle des interventions.

En premier lieu, pour qu'un programme soit évaluable, il doit être conçu pour cela dès le départ, en particulier dans deux dimensions critiques :

- La collecte de données initiale, sur la base de critères de performance correspondant à ce que l'AFD souhaite affecter par son intervention—ce qui implique une réflexion interne préalable à la fois sur les objectifs de l'intervention et sur ses critères d'évaluation ;
- L'identification de groupes-témoins devant être couverts par la collecte de données de façon à pouvoir filtrer les influences parasites dans l'évaluation de l'impact.

Par la suite, l'AFD doit assigner des ressources au suivi du programme pour s'assurer que les bénéficiaires ne disparaissent pas dans la nature et qu'ils respectent les clauses initiales, de façon à ce que le traitement ne soit pas adultéré ; par analogie, un traitement médical dans lequel les infirmières ne surveillent pas que les pilules soient bien prises ne pourrait pas être crédiblement évalué.

Ceci signifie que l'enveloppe d'un programme devrait systématiquement comprendre une partie mise à part pour son évaluation, et que l'engagement à réaliser l'évaluation devrait être suffisamment fort pour éviter que ces ressources ne soient cannibalisées en cours de route par les besoins du projet lui-même.

En second lieu, pour qu'un programme soit évaluable, il doit être déployé à une échelle suffisante. Le saupoudrage de micro-programmes touchant quelques dizaines d'entreprises telles que les trois LC tunisiennes court le risque simultané de ne pas être évaluable (pour cause de petits nombres) et de ne pas faire de différence, les deux étant liés. Un argument possible pour maintenir les interventions à une échelle limitée est d'en faire des pilotes pour des programmes plus ambitieux devant être pris en charge, eux, par les gouvernements des pays bénéficiaires. Mais dans le cas des LC tunisiennes, l'évaluateur souligne le fait que le gouvernement tunisien n'a pas mis en place de programme à plus grande échelle à la suite de l'intervention de l'AFD, même si le problème des critères d'éligibilité au PMN était connu. L'engagement du gouvernement à reprendre l'intervention à une échelle nationale si elle se révélait efficace pourrait possiblement faire partie des conditionnalités de l'intervention de l'AFD ; mais il faudrait alors, tout au moins, que le pilote soit lui-même à une échelle suffisante pour permettre d'établir son efficacité et de convaincre le gouvernement de le reprendre. Il est à noter, en passant, que les programmes à échelle limitée sont les plus à mêmes d'être randomisés, puisqu'il y a rationnement de toute façon et que l'assignation aléatoire est une méthode d'assignation équitable.

McKenzie (2011a) plaide pour une approche pragmatique de l'évaluation : l'hétérogénéité des entreprises en Afrique, le petit nombre de celles qui sont réellement "bancables", la réalité politique rendent les effets des programmes de financement difficiles à détecter au moyen d'expériences aléatoires standards par manque de puissance de l'estimateur. Or, ces programmes représentent une part de plus en plus importante de l'intervention des organismes de développement et il est important de pouvoir les évaluer. Une manière de contourner la difficulté est de concentrer chaque projet sur un plus petit nombre d'entreprises mais des entreprises plus homogènes. Des entreprises homogènes, de taille similaire, opérant dans le même secteur seront sans doute soumis aux mêmes chocs saisonniers et sectoriels; ce qui permettra de les distinguer plus facilement de l'effet même du prêt. Une deuxième voie pour l'évaluation des prêts accordés à des grandes entreprises (dans le secteur de l'énergie par exemple) serait de collecter des données fréquentes sur une période relativement longue (avant et pendant la durée du prêt afin de suivre l'impact des lignes de crédit tout en purgeant des biais de mesure.

Le renforcement de la structure d'intermédiation partenaire est un objectif important et présenté comme tel par l'AFD. Dans certains cas, les investissements financés au travers de la ligne de crédit ne sont qu'un prétexte pour atteindre l'objectif principal qui est de professionnaliser la démarche de l'institution de crédit, la rendre plus solide financièrement ou plus ouverte à l'inclusion financière. Aussi, il est souhaitable d'accorder plus de place à cet aspect d'accompagnement technique, dans l'intervention comme dans les critères d'évaluation. L'assistance technique accordée aux banques ne peut être évaluée de manière statistique, du fait de la petite taille de l'échantillon. Cependant, une analyse qualitative rigoureuse, avec des critères identiques entre les différents projets peut être mise en place. L'assistance technique accordée à la banque partenaire peut être complétée par une action plus large visant à améliorer les normes comptables et aider à la formation des experts qui les mettront en œuvre.

**Tableau 4. Etudes qualitatives sur les lignes de crédit**  
Etudes sur la base d'enquêtes qualitatives

Auteurs	Projet	Caractéristique lignes de crédits	Méthodologie	Echantillon	Additionalité financière	Additionalité économique	Source données	Résultats	Période couverte par échantillon
KFW (2005)	Kazakhstan	Mise en place en 2000. Prêts aux PME. Montant: 13,8 million d'euros. 3 banques commerciales, 43 prêts accordés	Evaluation qualitative. 5 critères de l'OCDE	43 prêts accordés	Accès au crédit, durée des prêts, taux de remboursement	Création ou maintien d'emplois	Enquêtes auprès des PME bénéficiaires et des institutions financières	Effet positif tant sur le plan financier qu'économique	Enquête en 2005 sur les prêts accordés depuis 2000
KFW (2011a)	Salvador	Mise en place en 2005. Prêts environnementaux aux PME. Montant: 11,25 millions d'euros, 211 prêts accordés	Evaluation qualitative. 5 critères de l'OCDE	n.d.	Accès au crédit et coût du crédit	Impact environnemental	Enquêtes auprès des PME bénéficiaires et des institutions financières	Effet très limité sur le plan environnemental	Enquête en 2011 sur les prêts accordés depuis 2005
KFW (2011b)	Indonésie	Mise en place en 2005. Prêts environnementaux aux PME. Montant: 11,25 millions d'euros	Evaluation qualitative. 5 critères de l'OCDE	n.d.	Taux de décaissement, durée et coût des prêts, taux de remboursement	Impact environnemental	Enquêtes auprès des PME bénéficiaires et des institutions financières	Effet positif sur le plan financier (mais décaissements limités) et environnemental	Enquête en 2010-2011 sur les prêts accordés depuis 2005

Auteurs	Projet	Caractéristique lignes de crédits	Méthodologie	Echantillon	Additionalité financière	Additionalité économique	Source données	Résultats	Période couverte par échantillon
Banque Africaine de Développement (2007)	Kenya, Ouganda et Tanzanie	5ème ligne de crédit mise en place en 1995. Prêts aux PME axés sur les ressources et à vocation exportatrice	Evaluation qualitative. 5 critères de l'OCDE	19 projets financés	Accès au crédit	Création ou maintien d'emplois	Etude de rapports, enquêtes et missions sur le terrain	Effet positif en termes financier et économique mais limité (plusieurs faillites)	Enquête en 2006 sur les prêts accordés depuis 1995
EBRD (2007)	Biélorussie	Lignes de crédit pour TPE et PME bénéficiant de la coopération technique de l'EBRD	Evaluation qualitative	9 coopérations techniques	Impact de la coopération technique sur activité des banques	Non traité	enquête auprès des institutions financières	Effet positif sur secteur bancaire bénéficiant de la coopération technique de l'EBRD	Evaluation en 2006 sur les coopérations techniques réalisés depuis 1999
World Bank Independent Evaluation Group (2006)	Monde	Lignes de crédit financées par la Banque Mondiale entre 1993-2003. Montant total: 13,4 milliards de dollars	Evaluation qualitative sur le design et la mise en œuvre de ces lignes	121 lignes de crédit choisies aléatoirement parmi les 200 identifiées	Application des directives de la Banque Mondiale en matière de design et de mise en œuvre des lignes de crédit	Non traité	Enquête auprès de organismes chargés de la mise en œuvre de ces lignes de crédit	Directives de la Banque Mondiale très mal appliquées (critères d'éligibilité peu clairs, peu de reporting, taux de décaissements faibles, etc.)	Evaluation en 2005 sur les lignes financées entre 1993 et 2003

**Tableau 5. Méthodes d'évaluation des lignes de crédit de l'AFD**

Projet	Evalueur	Critères	Méthodes					Budget		
			Interviews parties prenantes	Enquête utilisateurs	Analyse de données			Projet	Evaluat.	Ratio
					Analyse quantitative	Benchmarking /groupe de contrôle	Analyse statistique			
Prêt à l'aéroport ORTIAS, Afrique du Sud	Haute Performance	OCDE a/	oui	non	légère	sources secondaires (classement ACI)	non	€85m	?	
Soutien à la BOAD	C2G Conseil	Cohérence avec autres bailleurs Cohérence des conditions financières Cohérence avec l'intégration régionale Apport spécifique: Pertinence Qualité d'intervention Appui institutionnel à la BOAD	?	non	non	non	non			
3 LC pour l'infrastructure en Afrique de l'Ouest	C2G Conseil	OCDE a/	oui	non	non	non	non	€15m €30m €50m		
Sustainable Energy & Energy Efficiency Interm. Loan Program in China	Frankfurt School of Finance & Management International Advisory Services	OCDE a/ + additionnalité	oui	informelle (visites)	non	non	non			



Projet	Evaluateur	Critères	Méthodes					Budget		
			Interviews parties prenantes	Enquête utilisateurs	Analyse quantitative	Benchmarking /groupe de contrôle	Analyse statistique (économétrie)	Projet	Evaluat.	Ratio
Financement 3e plan MT BND 2003-2005 (crédit rural) au Mali	Koni expertise	OCDE a/	oui	non	oui	non (sauf figure 6)	non	€25m		
3 LC pour la restructuration financière en Tunisie	ACC	OCDE a/	oui	non	oui	non	non			
CL to THB for SME financing (Turquie)	ecose Consulting	?	oui	Oui à petite échelle (10 companies)	légère (indic. financiers pour les PME benef.)	non	non	€50m		
LC a TKB (Turquie) pour financement PME	ecose Consulting	OCDE a/	oui	Oui à petite échelle (6 companies)		non	non	€20m		
LC a Sekerbank (Turquie)	Ernst & Young	OCDE a/	oui	Oui à petite échelle (15 companies) b/	non	non	non	€10m		

## 4. Les fonds de garantie

### 4.1 Les garanties de risque crédit : Objectifs et modalités

Les fonds de garantie ont pour objectif de faciliter l'accès au crédit des TPE et PME. Au niveau mondial, 70% d'entre elles n'ont, en effet, pas accès au financement bancaire et sur les 30% restants, la moitié est sous-financée (Koukoui et Massuyeau, 2012). L'asymétrie informationnelle existant entre les entreprises et les banques est le principal facteur explicatif de cette difficulté d'accès au crédit. Afin de réduire leurs risques, les banques peuvent exiger un collatéral ; néanmoins dans les pays en développement, cette requête ne fait que renforcer les difficultés de financement des TPE et PME. En effet, certaines entreprises sont dans l'incapacité de proposer un collatéral solide ; quand elles sont en mesure de le faire, un problème additionnel porte sur la valeur de réalisation de ce collatéral.<sup>15</sup>

Dès lors, les garanties de risque crédit, en offrant un transfert et une diversification du risque, apparaissent comme un moyen de faciliter l'accès au crédit bancaire des TPE et PME. L'émetteur de la garantie prend en effet à sa charge une partie du risque initialement supporté par la banque (OECD, 2008 ; Beck et al., 2010). Le taux de couverture est variable d'un fonds à l'autre et fait partie des caractéristiques essentielles d'un fonds. Les fonds de garanties peuvent prendre de multiples formes tant en termes de propriété/gouvernance<sup>16</sup> ou de partage des risques<sup>17</sup>. Ils peuvent mobiliser différents instruments<sup>18</sup> et les critères d'éligibilité peuvent être variables d'un fonds à l'autre.

Comme le rappellent Riding et al. (2007), la mise en place de ces fonds de garantie doit être justifiée ; ils doivent soit corriger une défaillance de marché, soit permettre aux entreprises d'accéder à des prêts moins coûteux que ceux fournis par les banques en l'absence de ces fonds ou tout simplement générer des bénéfices (développement de nouvelles activités, création d'emplois, etc.) pour l'ensemble de l'économie qui surpassent leurs coûts.

De multiples évaluations (cf. *infra*) ont montré que les fonds de garanties favorisaient l'accès au crédit des TPE et PME et en cela remplissaient leur objectif primordial, à savoir l'additionalité. Malgré cet apport essentiel, les fonds de garantie peuvent souffrir de certaines faiblesses. Comme mentionné en introduction de cette revue de la littérature, ces fonds peuvent être sujets à des problèmes de hasard moral et de sélection adverse. En outre, ils peuvent être sous-utilisés, inadéquats pour répondre aux besoins des TPE-PME, voire non soutenables ce qui peut remettre en cause leur survie. L'évaluation peut permettre de corriger ces lacunes. Sur ce point, il convient de noter que les enseignements des évaluations seront d'autant plus pertinents que les objectifs des fonds de garanties auront été précisément définis (Beck et al., 2010).

---

<sup>15</sup> Souvent, les entreprises ne peuvent fournir ce collatéral (moyens limités, absence de titres de propriété). Lorsqu'elles peuvent le fournir, la complexité de la procédure et l'obligation d'obtenir l'agrément des pouvoirs publics constituent autant d'obstacles supplémentaires (Koukoui, Massuyeau, 2012).

<sup>16</sup> Ils peuvent être établis par les autorités publiques locales ou des bailleurs de fonds internationaux, des banques commerciales ou des groupements professionnels (Beck et al., 2010).

<sup>17</sup> Le garant et le prêteur peuvent supporter chacun une partie variable des risques. Autre possibilité : le garant supporte la totalité des risques (Honohan, 2008).

<sup>18</sup> Garantie individuelle vs. garantie de portefeuille (pour une description voir notamment Beck et al., 2010).

## 4.2 Les fonds de garanties soutenus par l'AFD

Les fonds de garantie malgache, DOM et ARIZ de l'AFD répondent aux objectifs mentionnés ci-dessus à savoir diversifier les interventions de l'AFD tout en établissant des relations stables avec les institutions financières des pays en développement et en favorisant l'accès au crédit des TPE et PME de ces pays.

S'agissant du « fonds de garantie de sortie de crise » créé en 2002 à Madagascar, l'évaluation qualitative menée ex post (AFD, 2010) souligne, outre les atouts de ce fonds, quelques faiblesses, et en particulier :

- Une utilisation modeste, seule la première tranche des financements initialement prévus ayant été utilisée ;
- Une concurrence accrue suite à l'émergence de nouveaux systèmes de garanties et à terme des risques de cannibalisation entre ces différents systèmes ;
- Une implication limitée de l'Etat malgache ;
- Des écarts significatifs dans l'utilisation de ce fonds par les banques (le taux de pénétration du fonds dans chaque banque varie entre 1% et 15% avec une moyenne de 5,2%) et des ruptures dans les stratégies mises en œuvre par certaines d'entre elles (suite à la sortie de crise de l'économie malgache en 2005, certaines banques n'ont plus cherché à couvrir leurs crédits) ;
- Des commissions de garantie élevées et le risque que les banques maintiennent des taux d'intérêts importants ainsi que des demandes de sûretés.

Le fonds DOM vise, pour sa part, à favoriser le développement de quatre départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique et Réunion) en facilitant l'accès au crédit des PME et TPE. Ce fonds est géré par SOFARIS et l'AFD. Doté de 30,5 millions d'euros pour la période 2000-2002, puis de 53 millions d'euros entre 2003 et 2006, ce fonds disposait d'un potentiel de crédits garantis de 450 millions d'euros. Les engagements effectifs pris ont atteint ce montant et environ 7000 garanties ont été octroyées. Une évaluation de ce fonds a été réalisée en 2006 par deux consultants à la demande de l'AFD. Les enseignements tirés de cette évaluation sont : i) une additionalité financière et économique manifeste, ii) un effet limité sur la diversification des économies avec des interventions ciblant surtout le tertiaire et peu l'industrie, iii) une collecte des informations sur les entreprises bénéficiaires insuffisante, notamment pour permettre une évaluation de qualité. Il convient de noter que l'évaluation menée en 2006 reposait avant tout sur des enquêtes qualitatives réalisées auprès des acteurs concernés et sur une analyse statistique succincte. Aucune analyse quantitative poussée n'a été effectuée et de fait les résultats obtenus constituent plus un état des lieux du fonds DOM qu'une évaluation réelle de ces effets. Afin de pouvoir mener à terme ce type d'évaluation quantitative, il semble indispensable d'améliorer la collecte des données relatives aux entreprises bénéficiaires et non bénéficiaires. Des informations devront également être récoltées auprès des institutions financières ainsi qu'auprès des acteurs publics en charge du développement local dans les départements d'outre-mer afin de pouvoir notamment constituer un groupe de traitement et un groupe de contrôle pertinents.

ARIZ, quant à lui, vise à favoriser l'accès au crédit des TPE-PME et des institutions de micro-finance en Afrique sub-saharienne et dans la région MENA. ARIZ a très vite rencontré un vif succès et a permis à des TPE et PME de bénéficier de crédits qui leur étaient jusque là refusés. Les atouts d'ARIZ sont, outre sa souplesse, un accès à des financements en monnaie locale, un réseau d'agences de l'AFD disposant d'une bonne connaissance du terrain et l'octroi de prêts à long terme. L'activité du fonds de garantie ARIZ, dont l'essentiel de l'activité se concentre en Afrique sub-saharienne, a fortement progressé à partir de 2009 suite à la création en 2008 de la garantie de portefeuille. Le montant de participation annuel moyen a atteint 116 millions d'euros entre 2009-2011 contre seulement 20 millions par an sur la période 2006-2008. Au 30/06/2012, 26 garanties de portefeuille avaient été octroyées par ARIZ (exclusivement en Afrique sub-saharienne) ; 717 garanties individuelles ont pour leur part été accordées entre 2000 et fin septembre 2012. L'audit réalisé en 2012 pointe néanmoins quelques faiblesses portant principalement sur le système d'information, la mise en jeu des garanties et les risques de concurrence avec d'autres outils en particulier dans la région MENA (Koukoui et Massuyeau, 2012).

Quels enseignements l'AFD peut-elle retirer des évaluations de fonds existants ? Avant de passer en revue les principales études disponibles, la section suivante s'attache à mettre en évidence les différents effets associés à l'existence du fonds qui peuvent faire l'objet d'une évaluation.

### **4.3 L'évaluation des garanties de risque crédit : Méthodes d'évaluation possibles**

Pour Vogel et Adams (1997), le plus grand obstacle à l'évaluation d'un programme de garantie concerne son additionnalité (complémentarité). Il est, en effet, impossible de connaître le montant dont aurait pu bénéficier l'entreprise en l'absence de garantie. Cet obstacle est d'autant plus important que l'additionnalité ne figure pas toujours explicitement parmi les objectifs initiaux du fonds. En outre, même lorsqu'elle a été mentionnée, ces objectifs liminaires peuvent être laissés de côté lors de l'évaluation ; les décideurs publics peuvent préférer, lors de l'examen des effets, se focaliser sur des réalisations différentes de celles initialement annoncées lors du lancement du projet. Ainsi, critiquer par exemple le fait que les garanties de prêts ne s'adressent pas à des entreprises risquées est hors de propos si l'objectif initial du programme était de combler une pénurie de crédit pour TPE-PME.

#### **4.3.1 Sur les entreprises bénéficiaires**

L'additionnalité est le principal objectif des fonds de garantie. Au sens strict (*additionnalité financière*), elle se rapporte à la capacité du fonds de permettre aux TPE et PME d'accéder aux financements bancaires auxquels elles n'avaient pas jusqu'alors accès. Dans une acception plus large, l'additionnalité peut également se référer à l'impact économique (taux de survie des entreprises qui bénéficient de la garantie, externalités positives – c'est-à-dire effets sur l'investissement, la croissance et l'emploi). On parle alors d'*additionnalité économique*. Enfin, l'additionnalité a également deux autres dimensions, à savoir la profondeur du financement (financement à long terme, de biens immatériels, de projets traditionnellement exclus par le secteur bancaire, etc.) et le type d'opération garantie (création versus développement d'entreprises). Sur ce dernier point, notons que les banques sont souvent réticentes à accorder un prêt à une entreprise nouvellement créée et donc sans historique de résultats. La couverture du prêt par le fonds de

garanties peut alors permettre de compenser la perte éventuelle due à l'incertitude sur la rentabilité du projet.

### *L'additionnalité financière*

Elle se mesure par les prêts additionnels accordés aux TPE et PME du fait de l'existence du fonds de garantie. Si les objectifs du fonds sont adéquats et convenablement mis en œuvre, elle doit atteindre 30 à 35% du volume des crédits octroyés (Levitsky, 1997). Naturellement, cette additionnalité est variable selon le secteur considéré et le risque qui lui est associé, la taille des entreprises, ou encore la densité du tissu productif local. En outre, elle peut être influencée par les règles appliquées lors de l'octroi des garanties. N'accorder des garanties qu'aux entreprises qui empruntent pour la première fois ou à celles qui peuvent prouver qu'elles se sont vues refuser un prêt bancaire permet, en effet, d'accroître mécaniquement cette additionnalité. Toutefois, ce type d'approches introduit de nouvelles distorsions dans l'accès au crédit des TPE et PME.

L'additionnalité financière peut être évaluée en termes de marges extensive et intensive. Dans le premier cas, cela revient tout simplement à examiner si l'obtention du prêt est due à l'existence de la garantie (Riding et al., 2007). L'évaluation à la marge intensive vise à déterminer si le montant prêté est influencé par l'existence de la garantie (Boocock et Shariff, 2005).

Outre l'accès à de nouveaux crédits, il est également possible d'évaluer si la mise en œuvre de la garantie permet aux entreprises de bénéficier de conditions de prêts plus favorables, c'est-à-dire diminution des taux d'intérêts et des sûretés exigés par exemple (Koukoui, Massuyeau, 2012), ou durée de prêt plus longues (Meyer et Nagarajan, 1996).

### *L'additionnalité économique*

Au-delà de l'additionnalité financière, il est possible d'évaluer l'ensemble des effets économiques (positifs et négatifs) induits par la mise en place de la garantie. Il convient de noter que les évaluations de l'additionnalité financière et de l'additionnalité économique sont complémentaires. L'intervention du fonds de garantie introduit, en effet, des distorsions sur le marché du crédit. Dès lors se pose la question de savoir si ces distorsions ont des effets négatifs supérieurs ou inférieurs aux imperfections de marché que le fonds vient corriger. Une façon d'analyser cet aspect consiste à évaluer l'additionnalité économique en plus de l'additionnalité financière et notamment à étudier le taux de survie vs. faillite des entreprises qui bénéficient d'un crédit via le fonds de garantie (Honohan, 2008).

L'évaluation de l'additionnalité économique consiste tout d'abord à examiner si le projet financé aurait été réalisé en l'absence de la garantie et en cas de réalisation, si le calendrier et l'étendue du projet auraient été identiques (Cowling, 2010). Une évaluation plus détaillée peut aussi permettre de mettre en évidence les effets économiques nets induits par l'octroi de la garantie. Cette évaluation peut se faire soit au niveau de l'entreprise financée, soit au niveau de l'économie dans son ensemble (Boocock et Shariff, 2005 ; Lelarge et al., 2008 ; Cowling, 2010).

Au niveau de l'entreprise, il s'agit de mesurer, outre sa probabilité de survie à court et long terme (cf. supra), les créations nettes d'emplois (celles provenant uniquement de l'existence du fonds ainsi que celles créées en partie grâce au fonds), l'accroissement net des ventes domestiques et

internationales, les gains nets de productivité, ou encore leurs améliorations technologiques et le développement de nouveaux produits, l'évolution du chiffre d'affaire, etc.

Au niveau de l'économie dans son ensemble, l'évaluation vise à étudier si la mise en place du fonds de garantie a eu des effets externes positifs et a permis le renforcement des TPE-PME, le développement d'un secteur d'activités porteur en termes de croissance économique, des gains budgétaires nets (via par exemple les taxes perçues sur les emplois créés)<sup>19</sup>.

Une difficulté relative à l'évaluation de l'additionnalité économique concerne le timing : ainsi que le note Cowling (2010), les coûts liés à la mise en œuvre d'un projet (du type projet d'investissement) surviennent généralement à court terme, tandis que les bénéfices apparaissent souvent à plus long terme. Il est donc nécessaire de définir une période d'analyse pertinente pour prendre en compte tant les coûts que les bénéfices.

#### *Méthodes d'évaluation de l'additionnalité*

Les évaluations de l'additionnalité disponibles dans la littérature sont soit des analyses qualitatives (enquêtes menées auprès des banques et des entreprises bénéficiaires), soit des études quantitatives (analyses économétriques) (cf. infra).

Le principal biais susceptible d'affecter les mesures de l'additionnalité est un biais de sélection. Ce biais apparaît si les entreprises qui obtiennent la garantie sont celles qui présentent les meilleures performances économiques et perspectives de croissance et qui donc n'auraient pas eu de difficultés à obtenir un crédit même en l'absence de la garantie. Les banques déclarent d'ailleurs souvent demander la mise en place de la garantie non à cause du risque lié au projet ou d'une rentabilité incertaine mais en raison de l'absence de collatéral solide offert par l'entreprise. A ce premier biais s'ajoute un second au niveau des répondants aux enquêtes ; la probabilité de réponse d'une entreprise est souvent moindre si cette dernière fait face à des difficultés économiques. En l'absence de correction de ces biais, l'effet de l'additionnalité est surestimé. La réalisation d'expériences quasi-naturelles avec définition d'un groupe de contrôle permet d'éviter ce biais (Green, 2003 ; Lelarge et al., 2008).

Concernant l'additionnalité financière, toute évaluation doit prendre en compte l'assistance technique éventuellement fournie aux entreprises. Enfin, il est à noter que l'évaluation de l'additionnalité économique nécessite de mesurer précisément l'ensemble des externalités positives et négatives induites par le fonds de garantie, ce qui peut s'avérer extrêmement complexe (Green, 2003).

Un exemple d'application du mécanisme d'encouragement (*encouragement design*, une des méthodes pour l'évaluation d'impact) pourrait consister à réduire le coût de soumission à un programme de garantie pour un sous-ensemble de PME (sélectionnées aléatoirement). Comme cet encouragement est assigné aléatoirement, il n'est pas corrélé avec l'accès au crédit des entreprises ; ainsi, des incitations peuvent être employées pour évaluer l'impact de l'intervention.

---

<sup>19</sup> Sur les emplois créés, Honohan (2008) souligne que l'évaluation ne doit pas se limiter au nombre de créations mais porter sur les coûts et gains associés à ces créations (nouvelles taxes perçues versus subventions de facto accordées à ces emplois via l'octroi de la garantie).

### 4.3.2 Sur les prêteurs

L'évaluation vise ici à examiner les changements éventuels dans l'attitude des institutions bancaires à l'égard des TPE-PME en matière de crédits suite à la mise en place du fonds de garantie (Green, 2003 ; Koukoui et Massuyeau, 2012). Il s'agit, en particulier, d'analyser :

- L'utilisation effective du fonds par les banques ;
- L'évolution en termes de crédits offerts aux TPE-PME et surtout en termes de techniques de prêts, c'est-à-dire le remplacement des crédits basés sur un collatéral par de nouvelles formes de crédits, la réduction des demandes de sûretés et des taux d'intérêts exigés ;
- Les progrès réalisés dans l'évaluation des dossiers soumis par les entreprises, en particulier dans l'analyse des risques.

## 4.4 Evaluation des garanties : Quelques applications

### 4.4.1 Sur les entreprises bénéficiaires

*Leçons des évaluations existantes sur l'additionnalité financière*

Il nous faut ici distinguer deux approches présentes dans la littérature : celle utilisant des enquêtes auprès des bénéficiaires versus celle utilisant des fichiers de données conséquents pour permettre une analyse quantitative avec des techniques économétriques.

- *L'approche enquête (cf. Tableau 6)*

Les approches que l'on peut qualifier de qualitatives (même si elles récoltent parfois quelques informations quantitatives) procèdent toujours à une enquête sur un nombre, souvent limité, de bénéficiaires et reportent essentiellement des informations relatives à la satisfaction ou à l'utilisation du mécanisme par les bénéficiaires. On recense quatre études relevant de cette approche (voir le tableau présenté en annexe).

La première d'entre elles a été conduite par Boocock et Shariff (2005) sur le fond de garantie CGC en Malaisie. Ce fonds est détenu pour partie par la Banque Centrale de Malaisie et pour partie par un consortium de banques commerciales et de compagnies financières. Le CGC aide les entreprises de moins de 150 employés et dont les fonds d'actionnaires ne dépassent pas 5 millions de Ringgit malaisien. La garantie couvre entre 70-90% de la valeur du prêt, avec des garanties plus élevées pour les emprunteurs des secteurs « prioritaires ». Les emprunteurs paient une commission de garantie de 0,5-1% du montant du prêt. Ce montant est faible au vu des normes internationales. Les prêteurs utilisant la garantie (banques et autres compagnies financières) sont autorisés à demander un taux supérieur au maximum de 2% au taux bancaire débiteur sur ces prêts garantis. Le coût total de ces prêts (marge de prêt et commission de garantie) rivalise ainsi favorablement avec la marge d'intérêt appliquée aux crédits bancaires « conventionnels » pour les PME.

Pour cette enquête, les auteurs sont partis d'un fichier de 36 200 entreprises bénéficiant de la garantie CGC en 1998-2000. Sur ce fichier, ils en ont identifié 800 représentatives de l'économie Malaisienne (en termes de secteur, taille, localisation, etc.). Toutefois sur ces 800 entreprises, 400

n'ont jamais pu être jointes (adresses erronées, etc.) et ont donc été exclues de l'échantillon. Parmi les 400 entreprises, seules les réponses de 92 d'entre elles ont pu être utilisées pour l'analyse. Fort heureusement, ce sous-échantillon de 92 entreprises s'est révélé assez similaire à l'échantillon représentatif initialement sélectionné.

Outre cette enquête, Boocock et Shariff (2005) ont effectué des entretiens auprès de 15 entreprises pour palier le problème des erreurs de déclarations dans les enquêtes-entreprises (par exemple, l'entrepreneur ne se réfère pas toujours à ses livres de compte lorsqu'il remplit le questionnaire alors qu'il le fera lors d'un entretien) et pour obtenir des informations plus détaillées. Cette étude présente la particularité de récolter des informations auprès de deux types d'acteurs : les entreprises bénéficiaires du prêt garanti mais aussi les banques prêteuses.

Afin d'estimer l'additionnalité financière, Boocock et Shariff (2005) s'intéressent dans un premier temps à la marge extensive ; il s'agit alors de savoir si la garantie permet effectivement à une entreprise d'obtenir un prêt auquel elle n'aurait sinon pas eu accès. Pour ce faire, les auteurs demandent simplement aux 92 bénéficiaires s'ils auraient eu un prêt en l'absence de la garantie. Dans un second temps, Boocock et Shariff (2005) évaluent l'additionnalité financière au niveau de la marge intensive en examinant si le montant prêté est influencé par l'existence de la garantie. A cette fin, ils interrogent les banques sur le montant qu'elles auraient accepté de prêter en l'absence de garantie. Dans les deux cas, ces résultats sur l'additionnalité financière doivent être interprétés avec précaution, car rien ne garantit la véracité ni la précision des réponses fournies par les entreprises bénéficiaires ou les institutions financières.

Le Center for Strategy and Evaluation Services a mené en 2012 pour le compte de la Commission Européenne une évaluation d'un fond de garantie existant en Europe : l'EFG (Enterprise Finance Guarantee) au Royaume-Uni (CSES, 2012). Dans ces évaluations, le CSES reporte tout d'abord le nombre de prêts garantis par le fonds durant ses années d'activités, les secteurs d'intervention, et le nombre de demandes (considéré comme un indicateur de succès du fonds).

L'EFG est un fonds financé par le gouvernement du Royaume-Uni qui couvre des prêts entre 1 000 et 1 millions de livres pour des entreprises dont le chiffre d'affaire ne dépasse pas 41 millions de livres. Les prêts peuvent être utilisés pour des opérations de fonds de roulement, d'investissement de croissance, mais aussi pour des facilités de découvert ou d'escompte de factures. Ainsi, ce fonds peut aider les entreprises à différents stades de leur développement. Ce programme est proposé à 45 prêteurs accrédités et 17 339 PME en ont bénéficié depuis son lancement en janvier 2009. Les prêteurs doivent démontrer que ces prêts garantis sont additionnels et ne se substituent pas à du prêt traditionnel. L'EFG a pour but de ne représenter qu'une faible part (1 à 2%) des prêts au PME. Le taux de couverture offert est de 75% et le gouvernement impose une limite au remboursement qui est de 9,75% de la valeur totale des prêts garantis que le prêteur accrédité a fait dans l'année. Ceci évite des prêts pour des opérations non soutenables. L'emprunteur paie une prime annuelle de 2% pour couvrir les coûts de la garantie.

L'évaluation qualitative fournie ensuite est basée sur des enquêtes avec questionnaire qualitatif faites sur un nombre dérisoire d'entreprises bénéficiaires, 25 au Royaume-Uni. Le questionnaire doit permettre d'apprécier l'additionnalité financière et économique du fonds. S'agissant de l'additionnalité financière, il est demandé à l'entreprise si elle aurait eu accès au crédit sans la garantie (marge extensive). L'enquête est naturellement très subjective sur ce point. D'autres aspects sont également examinés, notamment l'évolution du ratio dette sur chiffre d'affaire et du



coût du prêt (les taux d'intérêt et frais de dossier sont-ils moindres du fait de la garantie). Le CSES regarde aussi si l'octroi de la garantie a permis d'accéder plus facilement à d'autres financements par la suite.

Au final, l'enquête portait en grande partie sur des entreprises qui avaient déjà cinq années d'activité. 44% d'entre elles ont déclaré qu'elles auraient été en difficulté financière sans le prêt garanti et 20% ont annoncé qu'elles auraient fait faillite. Cependant, ces résultats (comme ceux sur les autres composantes de l'analyse) sont peu robustes, notamment en raison des méthodes utilisées (questionnaire téléphonique, sur les bénéficiaires seulement...) et du faible nombre d'entreprises interviewées.

Riding et Haines (2001) essaient d'estimer les avantages du fond de garantie SBLA au Canada, par le biais d'une enquête téléphonique menée auprès des bénéficiaires. Le SBLA peut être utilisé pour financer l'achat de terrains, de bâtiments, d'équipements et autres biens tangibles. En revanche, il ne peut être utilisé pour comme fonds de roulement, refinancement ou pour la prise de participation, ni pour tout ce qui est intangible. Le taux de couverture est de 90% du montant du prêt et les entreprises éligibles doivent avoir des revenus annuels inférieurs à 5 millions de dollars. Le montant maximum du prêt garanti est de 250 000 dollars et la prime d'intérêt ne doit pas être supérieure à 1,75%.

Pour cette étude, le SBLA a fourni un échantillon aléatoire de 3 000 bénéficiaires. Parmi ceux-ci, 2 183 ont été appelés durant l'été 1996 et 682 réponses ont été obtenues. La plupart des non-réponses étaient le fait de l'indisponibilité ou du manque de temps de l'entrepreneur. Seuls 110 refus ont été enregistrés. Un questionnaire structuré a été utilisé pour déterminer l'impact du prêt garanti par le SBLA tant en termes d'additionnalité financière qu'économique. Riding et Haines (2001) identifient quatre formes d'additionnalité financière :

- sur les entreprises nouvellement créées : 20% des entreprises ayant reçu un prêt garanti n'existaient pas avant l'obtention du prêt. Ces prêts sont dès lors considérés comme des prêts additionnels (avec l'idée sous-jacente que les entreprises n'auraient pas pu obtenir ces prêts en l'absence de la garantie) ;
- sur les entreprises de moins d'un an : 14,4% des entreprises bénéficiaires avaient moins d'un an. Or au Canada, seuls 5% des prêts bancaires vont habituellement aux entreprises en activité depuis moins d'un an. De fait, l'écart entre ces deux pourcentages ( $14,4 - 5 = 9,4\%$ ) est aussi présenté comme un effet additionnel du fonds SBLA ;
- sur les entreprises qui ont eu accès au crédit grâce à la garantie : 6% des entreprises bénéficiaires ont déclaré que leur ratio dette/capital ne leur aurait pas permis d'obtenir un prêt en l'absence de garantie. Ces prêts sont aussi inclus dans la mesure de l'additionnalité ;
- sur les entreprises qui ont pu se maintenir en activité grâce au prêt garanti : 7,5% des entreprises bénéficiaires ont déclaré qu'en l'absence du prêt garanti, elles n'auraient pas été en mesure de poursuivre leur activité.

Dans cette étude les auteurs vont comparer les résultats en termes de croissance de l'emploi et du chiffre d'affaire à une autre enquête industrie réalisé au Canada et qui regroupe des entreprises similaires à celles ciblées. C'est une option possible si on ne peut réaliser une enquête sur un groupe de contrôle.

Cowling (2010) étudie, pour sa part, l'additionnalité financière du programme de garantie de risque crédit SFLG (Small Firms Loan Guarantee) mis en place en 1981 par les autorités du Royaume-Uni afin d'aider les PME à accéder au crédit. Le taux de couverture est de 75% et le montant maximal du prêt est de 250 000 livres. En contrepartie de la garantie, l'emprunteur paie une prime annuelle de 2% du solde du prêt. Selon les estimations, environ 1% des montants prêtés aux PME ont bénéficié de la garantie.

Le principal apport de Cowling (2010) consiste à observer entreprises bénéficiaires et entreprises non bénéficiaires et à tenir compte des différences existant entre ces deux groupes. Son analyse s'appuie sur les réponses fournies par les entreprises bénéficiaires ou non du programme lors d'enquêtes. 1 488 entreprises ont été interrogées, dont 441 bénéficiaires et 1 047 non bénéficiaires. Cowling (2010) contrôle pour les différences entre ces deux groupes en utilisant une triple pondération basée sur l'âge, le secteur et la taille initiale de l'entreprise. Les résultats suggèrent l'existence d'un effet additionnel du programme de garantie sur le plan financier. 79% des entreprises déclarent, en effet, que la garantie SFLG leur a été proposée par les banques en raison d'un collatéral insuffisant. En l'absence de la garantie SFLG, ces entreprises n'auraient ainsi probablement pas pu bénéficier de prêts bancaires, sauf dans le cas où d'autres banques, sur la base d'une analyse des risques différente, leur auraient accordé un prêt.

Ainsi, l'approche qualitative vise à évaluer l'additionnalité financière du fonds de garantie par le biais de simples enquêtes auprès des bénéficiaires. Le même type d'approche peut être employé afin d'évaluer l'additionnalité économique (cf. infra). Toutefois, l'approche quantitative, plus robuste, doit être préférée – lorsque cela est possible et pertinent – à l'approche qualitative.

- *L'approche quantitative et économétrique (cf. Tableau 8)*

L'analyse quantitative présente deux principaux avantages par rapport à l'approche enquête, avantages qui rendent les résultats moins sujets aux biais :

- Elle se base le plus souvent sur des données collectées via les établissements bancaires. Ces données sont, de fait, moins subjectives que les données d'enquête ;
- Elle inclut généralement l'étude d'un groupe de contrôle, c'est-à-dire l'observation d'entreprises n'ayant pas bénéficié du mécanisme de garantie.

Ces deux éléments se retrouvent dans l'étude de Riding et al. (2007) sur le fonds de garantie CSBF de la SBLA au Canada. Les auteurs s'appuient sur une vaste enquête-entreprise conduite en 2001 auprès de 19 000 PME sur leurs conditions de financement en 2000. Parmi ces entreprises, certaines ont bénéficié du fonds SBLA, d'autres non. L'échantillon de PME a été constitué avec l'aide de l'institut statistique canadien. Dans un premier temps, une enquête a été effectuée auprès des 19 000 entreprises. 62% ont répondu. Dans un second temps, 10 000 entreprises ayant répondu à la première enquête ont été interrogées sur leurs financements. 70% ont répondu à cette seconde enquête. Sur ces 7 000 entreprises, 3 000 avaient cherché en 2000 à obtenir des financements. Parmi ces financements, 809 consistaient en des prêts à long terme, seul type de financement susceptible d'être couvert par le fonds de garantie. Sur ces 809 prêts à long terme, 101 étaient garantis par le CSBF et 281 étaient sans garantie (et donc susceptibles de bénéficier de la garantie), les autres étant au dessus du seuil d'éligibilité.

A ce stade, nous pouvons observer combien il est difficile d'obtenir un échantillon valable même en partant d'un fichier conséquent. Il est impératif de coopérer avec les instituts statistiques locaux afin d'obtenir un échantillon de départ le plus vaste possible.

La technique d'analyse économétrique employée par Riding et al. (2007) est celle de l'appariement par les coefficients de propension (*propensity score matching*). Les auteurs estiment tout d'abord la probabilité de refus de prêt pour les 281 demandes sans garantie CSBF tout en prenant en compte différentes caractéristiques des entreprises dans l'analyse. Les résultats de l'estimation de ce modèle logit<sup>20</sup> sont ensuite appliqués à l'échantillon des 101 entreprises ayant bénéficié d'un prêt garanti. Les auteurs déterminent alors le pourcentage d'entreprises qui, en l'absence de garantie, n'auraient pas pu bénéficier d'un prêt à long terme. Il apparaît que 75% des entreprises n'auraient pas eu le prêt sans la garantie. Malheureusement, seule la marge extensive est considérée dans l'étude et aucun résultat relatif à la marge intensive n'est fourni.

Zechini et Ventura (2008) s'intéressent au fonds de garantie italien pour les PME (fonds SGS) qui offre une garantie pour des prêts aux PME avec un taux de couverture allant jusqu'à 80% (variable selon la taille et la région d'implantation de la PME). La prime d'intérêt varie de 0% pour les régions en déclin à 1% pour des entreprises de taille moyenne dans les régions plus riches. En 2005 ce fonds ne couvrait que 3% des prêts faits aux PME, et le taux moyen de couverture était de 50%. Ils utilisent la méthode des différences dans les différences (diff-in-diff) avec l'appariement par coefficient de propension afin d'étudier l'impact du fonds sur le montant du crédit pour les PME et les coûts d'emprunt. Pour ce faire, ils s'appuient sur les données comptables des entreprises et comparent les performances des entreprises bénéficiaires et non bénéficiaires avant et après la mise en place du programme de garantie. Ils examinent plus spécifiquement si l'accès au crédit et son coût (mesuré comme le taux d'intérêt apparent, i.e. comme les charges d'intérêts rapportées au montant de l'endettement auprès des banques) sont significativement différents selon que l'entreprise ait bénéficié ou non de la garantie. Leur échantillon inclut un total de 11 261 entreprises ; 1243 ont bénéficié de la garantie, 3952 étaient éligibles à la garantie et 6066 non éligibles.

Les auteurs ne trouvent aucune différence significative entre les performances des entreprises incluses dans le groupe de contrôle et celles appartenant au groupe de traitement. L'étude suggère que le mécanisme de garantie a permis de réduire les coûts du crédit des PME bénéficiaires de 16 à 20%. Elles ont également obtenu des montants de crédit plus importants. Dans ce dernier cas, la différence n'est toutefois pas très significative sur le plan statistique.

Saldana (2000) utilise les fichiers des institutions financières (banques commerciales, privées, rurales, gouvernementales, ONG) participant au mécanisme de garantie pour évaluer l'impact de la garantie de prêt GFSME aux Philippines en 1991. Ce fonds financé par le gouvernement couvre jusqu'à 85% des prêts faits aux PME mais autorise aussi l'institution financière à demander à l'entreprise un autre collatéral. Il examine, tout d'abord, si ces différentes institutions financières ont une gestion similaire ou non du collatéral demandé aux entreprises. Les résultats indiquent, comme attendu, une relation positive entre le collatéral demandé et le montant du prêt accordé ;

---

<sup>20</sup> Dans le modèle logit simple, la variable expliquée est de type binaire, c'est-à-dire ne prend que deux valeurs : 1 en cas de réalisation de l'évènement et 0 sinon.

néanmoins, cette relation diffère selon les institutions (banques commerciales, privées, rurales, gouvernementales, ONG).

Pour mesurer l'additionnalité financière, Saldana (2000) étudie ensuite les prêts garantis pour lesquels les institutions financières n'ont pas demandé de collatéral (21% des prêts garantis en 1991) et ceux pour lesquels le collatéral était insuffisant au regard du seuil exigible estimé économétriquement (31% des prêts garantis en 1991). Ainsi pour 52% des prêts garantis, les entreprises, soit n'ont pas eu à présenter de collatéral, soit ont pu présenter un collatéral insuffisant et ce grâce à l'existence de la garantie. Ces 52% sont, de fait, considérés par l'auteur comme de l'additionnalité financière<sup>21</sup>.

Cette étude montre le type d'analyse qui peut être mené sur la seule base des informations fournies par les institutions financières et en l'absence de données en provenance des entreprises bénéficiaires.

Cowan et al. (2009) utilisent également les informations collectées auprès des institutions financières pour évaluer le fonds de garantie financé par le gouvernement, le FOGAPE, au Chili sur la période 2003-2006. 17 institutions ont participé au programme et les auteurs ont récupéré les données des cinq plus grandes d'entre elles<sup>22</sup>. Ces institutions peuvent utiliser librement ce fonds en respectant les critères suivants : la garantie ne peut être utilisée pour des prêts déjà accordés, seuls les prêts d'un montant inférieur à 200 000 de dollars sont concernés, le taux de couverture maximum est de 80% pour des prêts inférieurs à 120 000 dollars et de 50% sinon, les bénéficiaires ne doivent pas avoir des arriérés de paiement lors de l'obtention de la garantie et seules les entreprises avec moins de 100 000 dollars de ventes annuelles sont éligibles. La particularité de ce fonds est d'offrir la garantie sous forme d'enchères. Les institutions financières viennent avec leur demande de montant garantie qu'elles souhaitent sur le capital prêté et le prix d'assurance qu'elles sont prêtes à payer. Celles qui demandent la plus faible part de garantie sur le capital prêté ont la priorité.

Les auteurs utilisent trois sources de données :

- La base du fonds de garantie FOGAPE où figurent l'identité des entreprises qui ont bénéficié du prêt garanti, la date du prêt, l'identité de l'institution financière ayant accordé le prêt, le montant total de la garantie demandé par chaque institution lors des enchères et le montant de la garantie accordé à chacune d'entre elles lors de ces enchères ;
- Celle des autorités de surveillance des banques où sont reportés le montant des crédits de chaque entreprise auprès des institutions financières, l'utilisation de ces crédits (commercial, consommation) et les informations sur les défauts de paiement ;
- La base de l'administration fiscale comprenant le chiffre d'affaires et les actifs des entreprises.

Dans la mesure où le montant de garantie accordé dépend du montant demandé par l'institution financière, il est impossible de faire une simple régression des différents indicateurs (nombre de

---

<sup>21</sup> Le raisonnement n'est toutefois pas irréprochable car rien ne dit que les 21% d'entreprises qui n'ont pas eu à fournir de collatéral n'auraient pas été en mesure de contracter un prêt sans cette garantie. De même pour les 31% d'entreprises dont le collatéral était insuffisant.

<sup>22</sup> Ces cinq institutions financières ont utilisé 90% des montants alloués par le fonds.

prêts, taille des prêts...) sur le montant de la garantie accordée. Cowan et al. (2009) proposent, par conséquent, une approche en deux étapes. Ils estiment dans une première étape le montant de garantie accordée à chaque institution en fonction du montant. Le résidu de cette estimation est alors interprété comme étant le montant de garantie non attendu (négatif ou positif) reçu par l'institution financière. Dans une seconde étape, ils estiment le nombre de prêts, le montant total de ces prêts et le taux de défaut en fonction du résidu de la première étape. Cette approche permet de capter l'impact d'une hausse ou d'une baisse de l'assurance-crédit sur les indicateurs précédemment listés. Les estimations sont effectuées sur deux sous-échantillons distincts : les entreprises nouvellement clientes versus celles déjà clientes des institutions financières.

La principale limite de l'approche développée par Cowan et al. (2009) repose sur le fait que le montant de garantie accordé ne dépend pas uniquement du montant demandé initialement mais aussi du remboursement demandé en cas de défaut de paiement ou encore des montants demandés par les autres institutions financières.

### *Leçons des évaluations existantes sur l'additionnalité économique*

- *L'approche enquête (cf. Tableau 6)*

Afin de mesurer l'additionnalité économique, Boocock et Shariff (2005) observent l'évolution de l'emploi et du chiffre d'affaires des 92 entreprises bénéficiaires de la garantie. Les variations sont toutefois minimes et aucun impact positif et significatif du mécanisme de garantie ne peut être mis en évidence. A noter que c'est précisément dans ces cas-là qu'il est intéressant de pouvoir observer les changements éventuels survenus dans les entreprises appartenant au groupe de contrôle, la différence dans les différences pouvant révéler davantage d'informations.

Toujours dans le cadre de l'additionnalité économique, les auteurs présentent une composante très intéressante à regarder pour un évaluateur : les effets de déplacements (ou externalités). Il s'agit d'examiner si l'activité additionnelle des PME bénéficiaires se transmet au secteur voire au reste de l'économie dans son ensemble. Néanmoins, la mesure de ces externalités est souvent très difficile et imprécise et aucun effet significatif ne peut être mis en évidence.

Boocock et Shariff (2005) s'intéressent également à l'innovation apportée par les entreprises bénéficiaires. Même s'il s'agit d'un argument souvent mis en avant pour justifier les mécanismes de financement par le marché (fonds investissements) plutôt que le financement bancaire, il peut néanmoins s'avérer judicieux de l'étudier. Les auteurs examinent si parmi les 92 entreprises bénéficiaires de la garantie, certaines ont exploré de nouveaux secteurs d'exportation ou de nouveaux produits. Ils fournissent cependant peu de détails sur leur démarche et mentionnent seulement que les résultats ne sont pas statistiquement significatifs.

Dans l'étude menée par le CSES (CSES, 2012), l'additionnalité économique est évaluée sur la base des réponses fournies par les entreprises aux questions suivantes :

- Probabilité de survie en l'absence de prêt garanti ;
- Part d'emplois maintenus grâce à l'obtention de la garantie (en strates très larges, 0-25%, 25-50% et 50-100%) ;

- Part du chiffre d'affaire supplémentaire généré grâce à la garantie (avec les mêmes strates que précédemment).

Néanmoins, les strates définies sont trop grandes et les questions trop subjectives pour en tirer des conclusions pertinentes.

Outre l'examen de l'additionnalité financière, Cowling (2010) fournit aussi une étude de l'additionnalité du projet en tant que telle et de son additionnalité économique. Sur le projet en lui-même, il montre que :

- l'octroi du prêt garanti a eu un impact décisif sur la réalisation du projet : 49% des entreprises déclarent qu'elles n'auraient pas ou probablement pas réalisé leur projet sans le prêt garanti ;
- Le prêt garanti a permis de réaliser l'investissement plus rapidement et dans les proportions prévues initialement.

S'agissant de l'additionnalité économique, sur de nombreux aspects (réduction des coûts, accroissement des ventes, de la productivité, de l'emploi, des exportations, etc.), Cowling (2010) ne trouve pas de différences statistiquement significatives entre les performances enregistrées par les entreprises qui ont bénéficié du prêt garanti et celles enregistrées par les entreprises qui ont bénéficié d'un prêt bancaire conventionnel. Toutefois, il souligne que cette absence de différences montre les effets positifs du système de garantie de crédit. Plus largement, ce résultat suggère que la mise en place de la garantie a bel et bien permis de corriger une défaillance du marché en terme d'accès au crédit des PME. Une autre illustration de l'effet positif du programme de garantie est l'écart significatif observé entre les performances des entreprises qui ont reçu la garantie et celles enregistrées par les entreprises n'ayant pas eu accès au crédit bancaire traditionnel ou à la garantie. Ce résultat montre aussi l'importance de bien définir le contrefactuel par rapport auquel on évalue l'effet du système de garantie.

Enfin, en s'appuyant sur les résultats de l'enquête qualitative menée auprès des entreprises, Cowling (2010) procède à une rapide évaluation monétaire de l'ensemble des coûts et bénéfices économiques du programme. Pour ce faire, il se focalise sur les deux années suivant l'obtention du prêt garanti par les entreprises. Le périmètre de son analyse coûts-bénéfices est très large, son évaluation prenant en compte aussi bien l'accroissement des exportations que la réduction des allocations chômage versées suite aux emplois créés. Il obtient un effet total net de + 5% (pour une livre sterling investie, l'économie du Royaume-Uni dans son ensemble retire un bénéfice de 1.05 livre).

- *L'approche quantitative et économétrique (cf. Tableau 8)*

Riding et al. (2007), dans leur analyse relative au Canada, mesure l'additionnalité économique par le biais du nombre d'emplois générés (sur la base d'une étude menée par COMPAS). La technique employée ici pour mesurer l'additionnalité économique peut être instructive : plutôt que de demander aux entreprises (bénéficiaires et non bénéficiaires), lors de l'enquête, le nombre d'emplois créés, les auteurs ont utilisé d'autres études existantes.

A partir de données des autorités de surveillance des banques et de l'administration fiscale chiliennes, Cowan et al. (2009) examinent dans quelle mesure les entreprises ont réduit leurs efforts de remboursement et les banques leur suivi des entreprises suite à la mise en place du fonds de garantie. Les auteurs étudient le comportement de remboursement (taux de défaut) d'une même entreprise sur les prêts avec et sans garantie (ce second ensemble constituant, de fait, un groupe de contrôle pertinent). Cowan et al. (2009) distinguent également les cas où les deux types de prêts (avec et sans garantie) sont contractés auprès d'une même banque et ceux où ils sont contractés auprès de deux banques différentes. Les estimations portent sur l'écart entre le taux de défaut observé pour les prêts avec garantie et celui observé pour les prêts sans garantie. Les auteurs trouvent que le taux de défaut est plus important lorsque le prêt est sous garantie, mais après prospection il s'avère que ce serait dû à une faible incitation des IFs à chercher le remboursement (car elles sont en partie couvertes) et non au hasard moral qui ferait que les entreprises seraient moins incitées à rembourser (car elles ont toujours risqué de mauvaise réputation, la garantie ne couvre pas ça). Ce résultat montre que le succès d'un fonds de garantie dépend de ses caractéristiques et notamment du taux de couverture appliqué. Si ce taux est trop élevé, alors il peut réduire les incitations des entreprises à rembourser leurs prêts et celles des banques en termes de suivi de leurs clients.

Kang et Heshmati (2008) s'appuient sur les informations financières fournies par plus de 200 000 entreprises auprès de deux fonds de garantie en Corée pour estimer leurs effets sur la période 2000-2004. Le premier fonds de garantie (KCGF) cible les PME mais laisse une grande liberté sur le type de prêt garanti, le second (KOTEC) cible aussi les PME mais ne finance que les investissements dans les nouvelles technologies. Dans une première étape, les auteurs estiment le montant de garantie obtenu en fonction des caractéristiques des entreprises (taille, secteur, âge et fréquence des garanties obtenues). Afin d'éviter des problèmes d'endogénéité, ils utilisent ce montant de garantie estimé lors de leur analyse de l'additionnalité économique (évaluée via le taux de survie des entreprises, le chiffre d'affaire, l'emploi et la productivité des travailleurs). Leurs résultats montrent que le chiffre d'affaires et l'emploi sont sensibles au montant du prêt garanti alors que la survie des entreprises dépend du nombre de prêts obtenus.

Lelarge et al. (2008) mène une expérience quasi-naturelle pour évaluer la garantie française "SOFARIS". L'agence de garantie SOFARIS est semi-publique, l'Etat détenant 50% des droits de votes et l'autre moitié revenant à un consortium de banques privées et d'institutions financières publiques. Ils s'intéressent plus spécifiquement au fonds 'Création' destinée à aider les entreprises nouvellement créées. Le taux de couverture varie de 40 à 70% et est déterminé non au cas par cas selon les dossiers mais annuellement en fonction du risque global auquel fait face SOFARIS. A la différence d'autres programmes, les entreprises n'ont pas l'obligation de prouver qu'un crédit bancaire traditionnel leur a été refusé pour bénéficier de la garantie. En 2005, 26 000 entreprises françaises ont bénéficié de la garantie du fonds création pour un montant de 1,5 milliards d'euros.

L'expérience menée par Lelarge et al. (2008) est quasi-naturelle car ils utilisent le fait que le programme a été élargi en 1995 à de nouvelles industries. Ils peuvent ainsi étudier l'effet d'une variation exogène dans la probabilité d'obtenir une garantie. Ils évaluent l'effet du programme au niveau des entreprises et au niveau sectoriel et retiennent différents pas de temps : effet à court (2 ans après l'obtention du prêt garanti), moyen (4 ans) et long terme (6 ans). En termes de

performances, ils étudient l'évolution de l'endettement, de l'emploi et du capital, le taux d'intérêt et la probabilité pour l'entreprise de faire faillite. Ils utilisent la technique de l'appariement (matching) et comparent les performances des entreprises ayant bénéficié de la garantie un an après leur création et celles des entreprises non bénéficiaires. Ils peuvent, en outre, distinguer l'effet pour les industries éligibles à la garantie avant 1995 et celles qui n'ont pu en bénéficier qu'à partir de 1995.

Lelarge et al. (2008) montrent que le programme a eu un impact positif sur les entreprises bénéficiaires (accès à davantage de financements extérieurs, taux d'intérêts moindres, croissance de l'emploi et du capital). Ils distinguent l'effet sur les marges extensive et intensive au niveau sectoriel et montrent que l'effet du programme a surtout eu un effet sur la marge intensive (pas d'impact sur le nombre d'entreprises créées mais plutôt un accroissement de la taille des entreprises nouvellement créées en termes d'actifs et d'emploi).

Sur le plan économétrique, les auteurs obtiennent, de façon assez surprenante, les mêmes résultats qu'ils procèdent à des estimations par les moindres carrés ordinaires ou par la méthode des variables instrumentales. Ils concluent à l'absence de biais de sélection, et suggèrent que le programme a été bien élaboré. Dit autrement, les entreprises qui n'étaient pas contraintes en termes d'accès au crédit n'ont pas cherché à bénéficier de la garantie (le coût supplémentaire de la garantie a permis d'éviter qu'elles ne postulent). Néanmoins, comme le soulignent Lelarge et al. (2008), un bon design n'implique pas forcément que le programme est pleinement efficace. Ils montrent, notamment, que les entreprises qui bénéficient de la garantie SOFARIS ont une plus forte probabilité de faire faillite (tout simplement car la garantie permet à des entreprises plus risquées d'avoir accès au crédit).

La principale limite de leur étude est qu'elle ne permet de dire si les résultats positifs obtenus sont dus à un desserrement des contraintes de crédit pesant sur les entreprises suite à l'introduction du programme SOFARIS ou aux distorsions inévitables introduites par ce programme et ses caractéristiques, telles qu'une meilleure sélection et un suivi plus approfondi des emprunteurs.

L'étude réalisée par Hancock et al. (2008) portent sur les Etats-Unis. Les auteurs s'intéressent au fonds de garantie SBA (Small Business Administration) à destination des PME. La durée des prêts accordés dans le cadre de ce programme est au maximum de 25 ans pour les prêts liés à l'immobilier et l'équipement et de 10 ans pour ceux liés au fonds de roulement. Les taux d'intérêt sont négociés entre le prêteur et l'emprunteur ; il existe toutefois une limite maximale liée au taux d'intérêt préférentiel. Pour les prêts à taux fixe, le taux d'intérêt maximal dépend du taux de prime, du montant de l'emprunt et de l'échéance du prêt. Pour les prêts à taux variable, le taux peut être fonction du taux préférentiel ou d'une moyenne pondérée des taux que le gouvernement fédéral verse pour les prêts dont l'échéance est similaire. Le taux de couverture est de 80% pour les prêts d'un montant inférieur à 100 000 dollars et de 75% au-delà. Théoriquement, il n'existe aucune limite sur le montant du prêt ; néanmoins, le montant maximal de la garantie SBA est généralement de 750 000 dollars.

Les auteurs utilisent des données annuelles au niveau des Etats américains et portant sur les banques et les PME pour la période 1990-2000. Ils disposent, de fait, d'un panel. Les PME sont définies comme des entreprises de moins de 500 employés. Les auteurs distinguent trois types de banques selon leur taille : petites (moins de 1 milliard de dollars d'actifs), moyennes (entre 1 et 10 milliards) et grandes (entre 10 et 50 milliards). Ils ne considèrent pas les très grandes banques (au-delà de 50 milliards d'actifs).



Les estimations économétriques, basées sur les moindres carrés ordinaires, montrent que les prêts garantis peuvent aider à la stabilisation des conditions de prêts et de l'activité économique car leur octroi est moins affecté par les conditions économiques et la situation des banques. Les résultats obtenus indiquent que ces prêts garantis sont associés avec des revenus plus importants, davantage d'emploi, des salaires plus élevés et des revenus pour les propriétaires des PME plus importants.

#### **4.4.2 Sur les prêteurs**

L'étude de Wilcox et Yasuda (2008) porte sur le Japon et examine les effets du programme SCGP (Special Credit Guaranteed Program) destiné aux PME et mis en place par les autorités publiques (Tableau 7). Les conditions d'obtention de cette garantie sont assez peu restrictives et le taux de couverture est de 100%.

L'intérêt de l'analyse menée par Wilcox et Yasuda (2008) est double : d'une part, les auteurs évaluent les effets d'un programme de garantie à un moment où l'économie du pays traverse une crise économique, c'est-à-dire par conséquent à un moment où l'accès au crédit pour les entreprises s'avère plus difficile mais aussi plus vital. D'autre part, ils proposent une étude à la fois théorique et empirique. Leur modèle théorique indique que la garantie peut jouer un effet de levier important en permettant aux banques d'accroître l'octroi de prêts garantis et non-garantis sans pour autant accroître leur perte en cas de défaut. Ainsi, une forte complémentarité entre prêts garantis et non-garantis semble se dessiner.

Les données utilisées lors de l'analyse empirique couvrent la période 1996-2002 et 145 banques. L'étude permet de voir l'effet des garanties sur le secteur bancaire et sur les prêts octroyés par les banques japonaises. Les auteurs mettent en évidence des différences selon le type de banques. S'agissant des grandes banques, ils montrent une complémentarité entre prêts garantis et non-garantis, ces derniers ayant cru en même temps que les premiers. Pour les banques régionales, un effet de substitution est obtenu, la croissance des prêts garantis ayant entraîné une diminution des prêts non-garantis.

Parallèlement à la mise en place du programme de garantie, l'Etat a également injecté des fonds dans le capital des banques. Wilcox et Yasuda (2008) soulignent que le programme de garantie a eu un effet stimulateur beaucoup plus fort sur l'activité de prêts des banques que les injections de fonds dans le capital.

Cowan et al. (2009) examinent dans quelle mesure les banques diminuent leur suivi des entreprises suite à la mise en place du fonds de garantie. Ils trouvent que le taux de défaut est plus important lorsque le prêt est sous garantie. Il s'avère que ce serait dû à une faible incitation des institutions financières à chercher le remboursement car elles sont en partie couvertes par la garantie. Dans le cas du programme de garantie analysé par les auteurs, seuls les prêts d'un montant inférieur à US\$ 200 000 peuvent être assurés. Le taux de couverture maximal est de 80% pour les prêts d'un montant inférieur à US\$ 120 000 et de 50% pour les prêts d'un montant supérieur à US\$ 120 000.

## 4.5 Recommandations

Afin de déterminer les méthodologies d'évaluation qui pourraient être reprises pour le fonds ARIZ il est avant tout primordial de s'interroger sur ce que l'on souhaite évaluer et sur les moyens statistiques dont on peut disposer dans les pays d'intervention.

Deux composantes de l'évaluation semblent intéresser l'AFD : l'impact sur les entreprises bénéficiaires bien sûr, mais également l'impact sur les institutions financières.

Concernant l'impact sur les institutions financières, peu d'études quantitatives sont disponibles (Tableau 7) car ce type d'analyse nécessite de disposer d'informations détaillées et donc requière un niveau de développement financier très important. Ainsi, les deux études pertinentes présentées dans cette revue sont celles faites sur le Japon avec 145 banques et sur le Chili sur 481 institutions financières. Il n'est pas certain que la garantie ARIZ intervienne dans des pays avec un système bancaire aussi développé. Toutefois, pour certains pays, il devrait être possible de demander des informations aux institutions financières qui utilisent la garantie ARIZ. Se restreindre aux institutions participantes rend déjà plus envisageable ce type d'évaluation.

Ces institutions pourraient fournir des données sur les prêts qu'elles accordent avec et sans garantie aux entreprises bénéficiaires, voire même des informations sur les entreprises qui ne bénéficient jamais de la garantie, afin d'avoir une estimation de l'utilisation effective du fonds par les banques et de l'évolution des techniques de prêts (collatéral, taux d'intérêt). Il sera dès lors possible d'apprécier également si, suite à la mise en place d'ARIZ, les institutions financières ont été plus légères sur leur analyse de risque du fait de l'existence de la garantie ou si au contraire l'assistance technique apportée par ARIZ sur l'évaluation des dossiers a permis de réduire le taux de défaut. La communication d'information par les institutions financières sera aussi utile pour détecter des entreprises qui n'ont pas eu accès la garantie alors qu'elles étaient éligibles.

Si l'obtention de données s'avère impossible il faut alors se tourner vers des enquêtes plus simples de type enquêtes menées auprès des institutions financières.

S'agissant de l'impact sur les entreprises, l'analyse peut se porter sur l'additionalité financière ou sur l'additionalité économique. En ce qui concerne l'additionalité financière une évaluation quantitative demanderait d'avoir accès aux mêmes données que pour évaluer l'impact du programme sur les Ifs : avoir un accès aux données sur les prêts que les institutions financières accordent avec et sans garantie aux entreprises bénéficiaires, et si possible aux entreprises qui ne bénéficient jamais de la garantie.

Pour l'additionalité économique là encore la plupart des études quantitatives qui couvrent des entreprises bénéficiaires ou non de la garantie ont été réalisées dans des pays développés et disposant à la fois d'une large population cible de PME et d'un système statistique élaboré. La collecte de l'information nécessaire à la réalisation de l'évaluation a, de fait, été relativement aisée. Les évaluations quantitatives de l'additionalité économique sont, en effet, très demandeuses en données et leur pertinence dépend du nombre d'entreprises ciblées, du nombre d'entreprises potentiellement éligibles et non bénéficiaires, ainsi que des statistiques locales disponibles.

Comment parvenir à collecter ce type d'information dans le cadre d'ARIZ ? A titre d'illustration, prenons l'exemple de la mise en œuvre d'ARIZ au Cameroun. Depuis 2009, environ 450 entreprises ont bénéficié de garanties (GI ou GP). Toutefois, il semble que certaines d'entre elles

n'ont pas été informées de l'utilisation de cette garantie pour les prêts qui leur ont été octroyés. Cette situation assez singulière provient du fait que les institutions financières utilisent la GP pour tous les prêts qu'elles accordent aux PME indépendamment de leur collatéral. Ainsi, la plupart des prêts auraient été accordés même en l'absence de GP. Il pourrait être pertinent d'utiliser les informations obtenues via les GI instruites et les reporting des GP sur les entreprises qui ont bénéficié de la garantie. Cette base de données pourrait être complétée par les bases clients des banques en dégageant ceux qui bénéficient de prêts sans la garantie ARIZ. Puis, ces informations pourraient être complétées pour définir une baseline pour certains indicateurs (emploi, chiffre d'affaires, situation financière, etc.) destinés à évaluer l'additionnalité économique.

Ces indicateurs pourraient ensuite être mis à jour via des enquêtes auprès des entreprises bénéficiaires. Une autre source d'information pourrait être les éventuelles enquêtes-entreprises menées dans le pays par les autorités publiques. Ces enquêtes-entreprises présentent, en outre, l'avantage de fournir également des informations sur des entreprises non bénéficiaires et d'obtenir ainsi un groupe de contrôle. Concernant les données financières des entreprises, les institutions financières participant au programme ARIZ peuvent être sollicitées.

Si les contraintes statistiques sont trop importantes, il faudra envisager une simple enquête auprès d'un échantillon plus ou moins grand d'entreprises bénéficiaires. Etant donné le faible taux de réponse habituellement observé pour ce type d'approche (couplé au fait que certaines entreprises ne savent pas qu'elles bénéficient de la garantie), il sera judicieux de cibler dès le départ l'ensemble des entreprises ayant effectivement bénéficié de la garantie. Afin d'assurer un taux de réponse élevé et de qualité, il faudrait si possible que le questionnaire soit rempli en présence de l'enquêteur et non à distance.

Un instrument comme ARIZ peut aussi se prêter à une évaluation basée sur des méthodes expérimentales ex ante. Dans ce type d'approches, certaines entreprises sont incitées aléatoirement à déposer une demande d'accès à la garantie par une campagne de sensibilisation auprès de ces entreprises seulement. Les autres entreprises restent éligibles à la garantie aux conditions habituelles. L'évaluation de l'instrument est ensuite effectuée à l'aide des données relatives aux quatre groupes d'entreprises (celles ayant bénéficié d'incitations et ayant reçu la garantie, celles ayant eu l'incitation mais n'ayant pas eu la garantie, celles n'ayant pas été incitées mais ayant eu la garantie et les autres). Cette approche nécessite naturellement de disposer d'informations sur les entreprises incluses dans chaque groupe.

**Tableau 6. Etudes sur la base d'enquêtes**

Auteurs	Projet	Caractéristique du Fonds	Méthodologie	Echantillon	Additionalité financière	Additionalité économique	Source données	Résultats	Période couverte par échantillon	Timing évaluation
Boocock et al. (2005)	Malaysie CGS	partenariat entre la banque centrale et les banques commerciales Cible PME et secteurs prioritaires Taux de couverture entre 70 et 90%	Questionnaire quantitatif auprès entreprises et banques	92 traitement	Accès au crédit (marge extensive), montant du crédit (marge intensive)	Création d'emplois, évolution CA, impact sur secteur, innovation sur nouveaux produits & marchés export	Enquêtes et fichier CGS	Effet non significatif	Enquête en 1998-2000 sur les entreprises ayant eu accès à la garantie entre 1990-1997	Résultats observés à très court terme, dans les 12 mois suivant l'obtention du prêt
CSES (2012)	Royaume-Uni EFG	Fonds du gouvernement Cible PME mais de taille importante Taux de couverture de 75% mais limite au montant remboursé selon l'utilisation du fonds par le prêteur	Questionnaire qualitatif auprès entreprises	25 traitement	Accès au crédit (marge extensive), coût de financement, ratio dette sur CA	Survie de l'entreprise, chiffre d'affaire, emploi	Enquête	60% des entreprises disent qu'elles n'auraient pas eu d'autres sources de financement 20% des firmes auraient disparu sans ce financement avec garantie	Enquête en 2011 sur les entreprises bénéficiaires en 2009	Résultats observés à court terme, sur 2 ans
Ridding et Haynes (2001)	Canada SBLA	Fonds du gouvernement Cible PME Taux de couverture de 90% mais limite sur opérations garantie: que du tangible	Questionnaire quantitatif auprès entreprises	692 traitement puis compare avec une autre enquête industrie pour comparatif	Accès au crédit (marge extensive), montant du crédit (marge intensive)	Survie de l'entreprise Chiffre d'affaire Emploi	Enquête téléphonique	Impact significatif sur création d'emploi	Enquête faite en 1996 sur les bénéficiaires de 1995	Résultats sur 1995-96 pour les bénéficiaires
Cowling (2010)	Royaume-Uni	Fonds SFLG (Small Firms Loan Guarantee). Fonds public. Taux de couverture: 75%. Montant limite des prêts: 250 000 livres	Questionnaire qualitatif auprès firmes + ACB	441 traitement/ 1047 contrôle	Accès au crédit	Additionalité projet & économique (coûts, ventes, productivité, emploi, exportations), ACB ensemble de l'économie	Enquêtes	Additionalité financière effective; additionalité économique effective; taux de retour du projet pour l'ensemble de l'économie = +5%	Enquêtes entre Août-Sept. 2008	En 2008 sur les entreprises ayant bénéficié de la garantie en 2006

**Tableau 7. Etudes sur les institutions financières**

Auteurs	Projet	Caractéristique du Fonds	Méthodologie	Echantillon	Additionalité financière	Additionalité économique	Source données	Résultats	Période couverte par échantillon	Timing évaluation
Wilcox et Yusada (2008)	Japon	Garantie SCGP (Special Credit Guaranteed Program). Taux de couverture: 100%	Modèle théorique et analyse économétrique (panel et variables instrumentales)	145 banques			Rapports annuels "Credit Insurance Statistics" & Données sur les fonds publics injectés dans le capital des banques (Financial Service Agency)	Octroi de prêts garantis et non-garantis : complémentaires pour grandes banques, substituables pour banques régionales	Période 1996-2002	Résultat observé 1 an après (dans analyse économétrique, instruments : variables retardées d'une période)
Cowan et al. (2009)	Chili FOGAPE	Fonds du gouvernement Grande liberté dans l'utilisation taux de couverture entre 50% pour des prêts entre 120 000 et 200 000 dollars et 80% pour prêts inférieurs à 120 000 dollars	Estimation en 2 étapes	5 Institutions financières et 10 000 traitements	Nombre de prêts, taille du prêt et taux de défaut Capacité d'emprunt des PME		Données des fonds, des autorités de surveillance bancaire & de l'administration fiscale	Augmentation du nombre de prêt et du montant par institutions financières Augmentation capacité totale d'emprunt par PME Augmentation du taux de défaut	Données sur 2003-2006	Résultats observés dans l'année courante et ensuite à court terme (2 ans) après obtention du prêt

**Tableau 8. Etudes quantitatives et économétriques**

Etudes quantitatives et économétriques										
Auteurs	Projet	Caractéristique du Fonds	Méthodologie	Echantillon	Additionalité financière	Additionalité économique	Source données	Résultats	Période couverte par échantillon	Timing évaluation
Riding et al. (2007)	Canada SBLA	Fonds du gouvernement Cible PME Taux de couverture de 90% mais limite sur opérations garantie: que du tangible	Propensity score matching	101 traitement/ 281 contrôle	Obtenir un prêt (marge extensive)	Création d'emplois	Enquêtes entreprises et fichier CSBF	75% des firmes n'auraient pas eu de prêt sans la garantie	Données sur 2001 pour les bénéficiaires des prêts (garantie ou non) en 2000	Résultats observés à très court terme, l'année courante
Cowan et al. (2009)	Chili FOGAPE	Fonds du gouvernement Grande liberté dans l'utilisation taux de couverture entre 50% pour des prêts entre 120 000 et 200 000 dollars et 80% pour prêts inférieurs à 120 000 dollars	Estimation en 2 étapes	5 Institutions financières et 10 000 traitements	Nombre de prêts, taille du prêt et taux de défaut Capacité d'emprunt des PME		Données des fonds, des autorités de surveillance bancaire & de l'administration fiscale	Augmentation du nombre de prêt et du montant par institutions financières Augmentation capacité totale d'emprunt par PME Augmentation du taux de défaut	Données sur 2003-2006	Résultats observés dans l'année courante et ensuite à court terme (2 ans) après obtention du prêt
Kang et al. (2008)	Corée KCGF et KOTEC	Fonds du gouvernement cible PME Libre utilisation pour KCGF, Investissement dans nouvelle technologie pour KOTEC	Pseudo panel	200 000 traitement		Survie, chiffre d'affaire, emploi, productivité	Données des fonds de garantie	Le montant a un effet sur le CA et la productivité; et la fréquence (nombre) diminue risque de faillite	Données sur 2000-2004	Résultats observés à très court terme, l'année courante, même pour la survie.
Lelarge et al. (2008)	France	Programme SOFARIS semi-public. Découpé en 4 principaux fonds, dont le fonds "création" qui est étudié par les auteurs. Taux de couverture : 40 à 70%	Propensity score matching	1362 traitement /20582 contrôle	Obtenir un prêt (marge extensive)	Endettement, emploi, croissance du capital, proba. de faillite	SOFARIS et INSEE BRN	Augmentation de la taille des entreprises bénéficiaires. Accroissement de la dette, de l'emploi, du capital et de la proba. de faillite pour les firmes bénéficiaires	Prêts garantis entre 1989 et 1999. Groupe contrôle: entreprises éligibles avant 1995. Groupe traité : celles éligibles après 1995	Résultats observés à court terme (2 ans), moyen terme (4 ans) et long terme (6 ans) après création entreprise
Hancock et al. (2008)	USA	Programme SBA (Small Business Administration). Taux de couverture: 80% pour les prêts jusqu'à 100 000 dollars et 75% au-delà	OLS	Variables relatives aux prêts garantis introduites parmi les variables explicatives		Revenu, emploi, salaires	Données sur 46 Etats américains (1991-2000)	Prêts garantis contribuent à la stabilité de l'activité économique des Etats	Données sur 1991-2000	Résultats observés l'année courante (régression sur année t sans décalage temporel)
Saldana (2000)	Philippines GFSME	Fonds du gouvernement cible les PME couvre jusqu' 85%, dépend du collatéral existant pour la PME	Estimation seuil collatéral	481 prêts d'institutions financières	Si garantie a évité demande collatéral Si garantie a compensé collatéral insuffisant		Données des Institutions financières participant au programme	52% des prêts n'auraient pas pu être obtenus sans la garantie	Données sur 1991	Résultats observés l'année courante (régression sur année t sans décalage temporel)
Zecchini et Ventura (2008)	Italie SGS	Fonds du gouvernement pour tout type de PME Taux de couverture jusqu'à 80%	Propensity score matching	1243 traitement / 3952 contrôle	Montant du crédit obtenu (marge intensive), coût du crédit pour l'entreprise		AIDA databank et fichier SGS	Effet positif mais peu significatif sur le montant Effet significatif sur coût d'emprunt (baisse)	Données sur 1999-2004 et ce fonds qui démarre en 2000	Résultats sur l'année courante durant laquelle la firme traitée reçoit le prêt garantie

## 5. Les fonds d'investissements

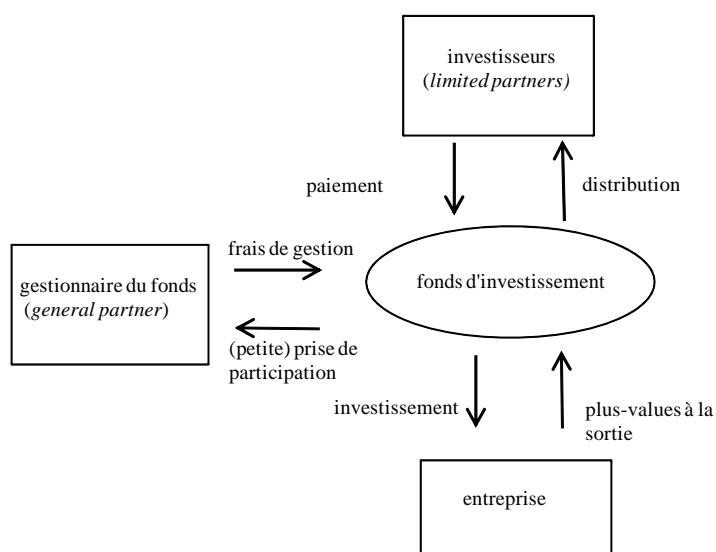
### 5.1 Présentation de l'instrument

#### 5.1.1 Définition et fonctionnement

Un fonds d'investissement (*private equity*) est un mode de financement des entreprises avec pour objectif d'investir dans des sociétés qu'ils ont sélectionnées selon certains critères. Ils sont le plus souvent spécialisés suivant l'objectif de leur intervention et ont plusieurs formes qui correspondent à des stades différents de maturité de l'entreprise. Son fonctionnement fait intervenir plusieurs acteurs : l'entreprise, le fonds et son gestionnaire (general partner) et les investisseurs (limited partners) (Figure 7). L'investisseur confie des sommes au gestionnaire du fonds pour un objectif de prise de participation dans des entreprises par le fonds pour une durée limitée, typiquement de 10 à 12 ans, en un ou plusieurs tours d'investissements. Le gestionnaire du fonds sélectionne les entreprises dans lesquelles investir selon "une politique d'investissement propre au fonds" ou critère d'investissement. La politique d'investissement constitue le cœur du projet du fonds, elle définit les secteurs d'investissements, les modalités de rémunération, les relations entre investisseurs, gestionnaires et entreprises sous-jacentes, les procédures et exigences appliquées envers les entreprises sous-jacentes. Une grande variété de fonds d'investissements existe, avec des objectifs très différents. Le ciblage et l'objectif peuvent par exemple couvrir les PME, les jeunes entreprises, les entreprises situées dans une géographie ou un secteur donné. Le gestionnaire accompagne ensuite ces entreprises pendant plusieurs années.

Le financement de chaque transaction (en fonds propre ou en dette ou les deux selon le type de fonds) peut être complété par un financement additionnel de la société cible en dette ou en fonds propres (effet de levier). Vis-à-vis des investisseurs, le gestionnaire du fonds est tenu de respecter (i) divers objectifs fixés à la création du fonds dans le contrat et (ii) une sortie à une échéance donnée (sortie qui peut prendre par exemple la forme d'une introduction en bourse, d'une revente à une entreprise ou à un autre fonds). Le contrat passé entre les partenaires prévoit notamment (i) les moyens à mettre en œuvre par le gestionnaire pour atteindre les objectifs fixés (ii) les procédures à appliquer par le gestionnaire dans les sociétés investies et (iii) la répartition des plus-values : le gestionnaire apporte par exemple 1 % du capital promis ; sa rémunération combine une fraction fixe (commission de gestion de 2% du montant du capital promis ou investi par exemple) et un intéressement au résultat (option *carry* sur 20 % de la plus-value dégagée sur le portefeuille, s'exerçant à échéance de l'investissement au-delà d'un taux de plus-value de 8 %). Ce schéma de rémunération constitue un exemple de mode de rémunération, présenté à titre indicatif. Divers systèmes et montants existent selon les fonds et les objectifs recherchés. Ce contrat peut laisser beaucoup de discrétion au gestionnaire pour organiser les investissements et les investisseurs qui apportent les fonds et en délègue la gestion ne maîtrisent pas le calendrier précis ni la sélection des projets mais ont délimité les grandes orientations dans le contrat. De leur côté, les dirigeants d'entreprises doivent généralement accepter d'abandonner une partie de leurs prérogatives au gestionnaire; celui-ci va s'impliquer activement dans la gouvernance de l'entreprise (Glachant et al., 2008).

**Figure 7. Exemple de Structure simplifiée d'un fonds d'investissement**



Source : adapté de Da Rin et al., (2011).

Le fonds d'investissement peut intervenir à plusieurs étapes de la vie d'une entreprise:

- Capital amorçage (*business angel*) pour un projet au stade de la R&D afin de construire un prototype
- Capital risque (*venture capital*): prise de participation au capital pour des entreprises ayant dépassé le stade du prototype
- Capital-développement: pour des entreprises installées ayant besoin de fonds supplémentaires
- Capital transmission (*buy-out*): transaction impliquant des titres, appuyés sur un emprunt, et permettant de transmettre l'entreprise.

FISEA, fonds d'investissement créé en 2009 doté de 250 millions d'euros et géré par Proparco, prend des participations minoritaires dans d'autres fonds d'investissements ou directement dans des banques, entreprises, institutions de micro-finance ou des projets d'infrastructure en Afrique Sub-Saharienne. Sur les 250 millions prévus sur 5 ans, 5 millions d'euros sont dévolus à un accompagnement technique. Les investissements auront une durée maximale de 7 à 10 ans, et seront d'une taille variant entre 1 et 10 millions d'euros. 105 millions d'euros ont été souscrits à fin 2012 (+1,5 millions d'euros dédiés à de l'assistance technique). Dans ce rapport, en lien avec la pratique de Proparco, on se concentrera sur le capital investissement et le capital-développement.

### 5.1.2 Spécificités du capital investissement

Il existe d'autres instruments traditionnellement utilisés par les bailleurs de fonds pour appuyer le financement des PME, et l'AFD les utilise (lignes de crédit, fonds de garantie). Cependant la capital investissement type FISEA répond à d'autres besoins des entreprises et doit donc être évalué sur des critères différents.

Plusieurs études attestent du rôle actif que jouent le fonds et ses gestionnaires auprès des sociétés investies, soit par la formation des managers, le conseil stratégique, en aidant à introduire des produits innovants sur le marché, ou en assistant dans le recrutement de

managers performants. Les gestionnaires peuvent aussi accompagner l'entreprise de façon opérationnelle sur de multiples besoins et insuffisances de l'entreprise. Sur la mise en place de process d'entreprises (comptabilité, reporting, contrôle de gestion, marketing etc...) D'autres études supposent que la présence d'un fonds d'investissement au capital de l'entreprise est utile car cela atteste de la valeur de la société auprès du marché, et de sa bonne gouvernance. Aussi, parmi les indicateurs d'impact importants du capital risque, il est souhaitable d'inclure l'assistance du fonds dans la gestion et le développement des entreprises investies (notamment dans la stratégie et le développement de nouveaux produits, la professionnalisation des cadres et la certification, ou encore la mise en œuvre de procédures environnementales et sociales, la fiabilisation d'un reporting financier, la mise en place d'une comptabilité analytique, la mise en relation avec des fournisseurs ou clients via le fonds etc...).

Au-delà de la littérature existante, il convient d'évaluer les atouts spécifiques de ce type d'outils pour une institution financière de développement. L'approche de Proparco qui finance des fonds d'investissement depuis plus de xx ans : dans un objectif d'atteindre un certain secteur ou une géographie spécifique, un type d'entreprises spécifiques les fonds d'investissements, bien utilisés, peuvent offrir un outil très précis (les critères d'investissement peuvent cibler de façon précise un secteur donné, un nombre d'entreprises à atteindre etc...) et qui met en œuvre des moyens importants et des outils adhoc. (Équipe de gestionnaires dédiés, rémunérés selon l'atteinte de leurs objectifs)

Les retours d'expériences identifient de nombreuses différences entre banques et fonds. Les objectifs du financement par une banque ou un fonds ne seront pas les mêmes.

Pour un financement via une banque, pour des questions de ressources de la banque et de fonctionnement d'une banque (i) ira plus sur des secteurs moins risqués, (ii) pourra consacrer moins de ressources tant à la sélection des projets qu'à (iii) l'appui.

Donc pour aller dans des secteurs qui sont encore considérés comme risqué car ils ont peu d'historique un fonds aura plus de chances de réussir à financer ces secteurs qu'une banque.

**Exemple de fonds d'investissement offrant un système de rémunération basé sur des objectifs d'impact :**

L'objectif du fonds est d'améliorer l'accès ainsi que l'offre de soins médicaux privés de qualité. L'originalité de l'approche réside dans le ciblage des populations situées dans le bas de la pyramide de revenus, qui devront représenter une partie significative de la clientèle servie par les structures, tout en offrant une rentabilité à long terme aux investisseurs. Le partage de l'intéressement fait l'objet d'un mécanisme inédit de répartition, en fonction de l'atteinte de critères de performance financière, mais également en fonction d'objectifs développementaux, ce qui incite l'équipe à sélectionner et structurer des transactions allant dans le sens des objectifs mentionnés ci-après.

Définition des objectifs développementaux sur une base annuelle

- Objectif A : 50% des personnes touchées ont des revenus de moins de 3000USD ;
- Objectif B : 70% des personnes touchées ont des revenus de moins de 3000USD ;
- Objectif C : 15% des personnes touchées ont des revenus de moins de 1000USD ;

Le mécanisme de partage de l'intéressement fonctionne de la manière suivante :

- L'intéressement du gestionnaire est de 15% si le fonds délivre le hurdle de 6% aux investisseurs ;
- 20% si le fonds délivre le hurdle ainsi que l'objectif A ;
- 30% si le fonds délivre le hurdle ainsi que l'objectif A, B et/ou C.



### 5.1.3 Spécificités du fonds d'investissement dans les pays en développement

Nathan Associates-EME compte en 2011 environ 192 fonds d'investissement visant les PME et opérant dans les marchés émergents. Les investissements sont typiquement en deçà de 2 millions de dollars (Nathan Associates-EME, 2011).

D. Wilton de l'IFC détaille les différences entre les fonds d'investissement dans les pays émergents et la pratique dans les pays développés (Tableau 9). Une des différences est qu'en raison du manque de fonds disponible dans les PVDs pour les PME, l'effet de levier financier des fonds d'investissement est moindre que dans les pays industrialisés. Le rendement du fonds d'investissement repose essentiellement sur la création de valeur et la croissance propre de l'entreprise. Les fonds d'investissement dans les PVDs ont donc plus tendance à cibler des PME à fort potentiel sur le marché domestique. Un indicateur de résultat important de l'activité des fonds d'investissement dans les PVDs sera donc la création d'emplois (Wilton, 2012).

Le peu de profondeur du marché financier explique également que les sorties en bourse et les sorties financées par emprunt soient plus rares. Souvent, l'entrée de fonds d'investissement se fait à la faveur de privatisations ou de restructurations visant des firmes déjà existantes et impliquant plusieurs partenaires. La sortie prendra alors plus souvent la forme d'une vente à l'un des partenaires de cette alliance stratégique ou à la firme mère de l'entreprise dans lequel investit le fonds (Lerner et Shoar 2004, sur un échantillon de 28 fonds actifs dans les pays en développement entre 1987 et 2003). La difficulté à sortir aura également une répercussion sur le rendement, sur la durée de l'investissement et sur les obligations de la firme si la sortie est reportée. Cependant dans les pays développés les sorties par rachat par un autre fonds ou par rachat par un stratégique pas encore actionnaire sont aujourd'hui les solutions de sortie privilégiées. C'est aussi le cas dans les pays émergents et en développement aujourd'hui cependant les marchés financiers manquent de profondeur et que les sorties sont moins simples que dans les pays développés.

L'importance de la création de valeur interne de l'entreprise rend le capital investissement dans les pays en développement moins dépendant des cycles macro-économiques et de l'état du marché du crédit. Par contre, il est plus dépendant des risques opérationnels liés aux managers des entreprises. Par conséquent, la qualité du gestionnaire de fonds devient cruciale, et le fait qu'il ait une expérience passée dans le management d'entreprises est particulièrement valorisé. En outre, des investisseurs disposant de ce type d'expérience opérationnelle seront à même d'être écoutés par les dirigeants de l'entreprise, même s'ils sont en position d'actionnaire minoritaire et dans un contexte de faible protection légale des droits des investisseurs.

Le cadre juridique dans nombre de pays en développement ne garantit pas efficacement le respect des contrats ; en outre, dans nombre de pays africains (à l'exception du Nigéria) ou asiatiques, le capital-investissement ne dispose pas de cadre réglementaire spécifique (permettant de distinguer des actionnaires disposant de droits différents) et reste régi par le cadre général aux entreprises et aux investissements (Elias-Adebowale et Roderick, 2012 ; ADB 2008).<sup>23</sup> La différence de cadres institutionnels a un impact dans la phase de sélection des projets : en effet, le pool de managers et d'investisseurs qui peuvent être considérés pour

---

<sup>23</sup> Lerner et Shoar (2004) montrent que, même si les investisseurs n'ont pas de droits anti-dilution dans la législation des PVDs, ils disposent souvent en pratique d'un droit de regard sur l'émission d'actions supplémentaires.

un fonds sera réduit par la nécessité de relations pré-existantes de confiance entre les différents acteurs (Wilton 2012).

**Tableau 9. Différences entre les fonds d'investissement dans les pays émergents et aux Etats-Unis/Union Européenne**

caractéristique des fonds d'investissement dans les marchés émergents	impact sur la taille des investissements	impact sur le risque	comment diminuer le risque
rendement tiré par la croissance de la firme plutôt que par l'effet de levier	l'effet de levier plus faible réduit le nombre de firmes potentielles (elles doivent créer de la valeur pour l'actionnaire sans prêt supplémentaire)	moins soumis au risque cyclique que les LBO. Plus de risque lié au management de l'entreprise	sélection du GP, avec une expérience de management d'entreprises
plus souvent en actionnaire minoritaire	taille de l'investissement par transaction plus petite	Un rachat par un acteur stratégique est plus difficile sans accords spécifiques pour assurer une majorité dans le pacte d'actionnaire.	sélection du GP pour que sa qualification et son expérience en fasse un partenaire incontournable
faible degré de respect des contrats	réduit le nombre de transactions et de partenaires possibles	les contrats d'actionnaires sont difficilement respectés	sélection du GP afin qu'il soit à même de faire respecter les contrats et assure la coopération.
entreprises plus petites	taille de transaction plus petite	plus de temps pour arriver à une taille suffisante pour la sortie. Plus vulnérable aux chocs macro	Présence de représentants du manager du fonds dans le pays
Sorties : peu de mise en bourse; peu de fusions acquisitions	les investisseurs doivent pouvoir attendre et tolérer une certaine illiquidité de leur investissement	moindre possibilité de sortie : soit délai plus long, soit être prêt à accepter un rendement plus faible	Le GP doit être prêt à sortir de manière opportuniste, même si cela lui semble trop tôt. Les LP doivent être conscients des difficultés de sortie et s'assurer de la concordance de leurs intérêts avec le GP sur le partage des profits.
Manque de GP expérimentés		Ecart de rendement énorme entre bon et mauvais GP. Le manque d'expérience augmente grandement le risque	Il semble qu'il y ait un avantage au 1er entrant sur un marché, mais le risque est important

Source : adapté de Wilton (2012)

Wilton (2012) compare les performances de TRI des 10 meilleurs fonds et des 10 fonds les moins performants dans le portefeuille de l'IFC en 2009 (Tableau 10). L'écart des rendements est considérable entre les deux groupes. Cependant, les gestionnaires de fonds dont c'est le 1er investissement, sont aussi nombreux dans les deux groupes, et la part d'investissements à la frontière (ici, indiqués par le fait de prêter à un pays pauvre de la liste IDA) est plus élevée dans le groupe performant. Les fonds investissant pour la 1ere fois ont un rendement de 21%

comparé à 14% pour les fonds plus expérimentés. Il semble ainsi qu'il y ait un avantage pour les fonds opérant dans les PVDs, à être le 1er à entrer sur un marché.

**Tableau 10. Comparaison entre les rendements de fonds de l'IFC**

	TRI en mars 2009 (moyenne simple)%	Impact sur le développement (très bon :3; très mauvais -1)	Part de fonds investissant pour la 1ere fois %	Part de pays IDA % (<1000 \$ par tête)	Qualité de la transaction (max : 1; min : 0)
Décile supérieur	46,6%	2,10	53%	27%	0,97
Décile inférieur	-38,3%	0,14	53%	13%	0,17

Source : Walton (2012) Note : 150 fonds du portefeuille de l'IFC en mars 2009, ayant investi dans les années 1990 et 2000.

## 5.2 Evaluation des fonds d'investissement : Que savons-nous ?

### 5.2.1 Problématique générale et questions méthodologiques

#### *Définition et objectifs*

Le fonds d'investissement permet la mise en place de stratégies longues (sur une décennie environ). Par rapport aux problèmes d'asymétries d'information évoqués dans la section 2 *supra*, il répond au problème de sélection adverse par un meilleur partage de l'information, permise par l'instauration de relations privilégiées entre l'entreprise et le fonds. Cette information peut être cruciale dans le cas d'entreprises jeunes ou proposant des produits nouveaux. En outre, il répond au problème d'aléa moral en instaurant un suivi strict du manager par des incitations et des sanctions.

Le risque d'un fonds d'investissement est de plusieurs ordres :

- (i) celui du projet lui-même (dépendant de la nature du projet financé ainsi que du mode de financement et de gestion mis en place par le fonds d'investissement). Le risque de projet comporte une part idiosyncratique (spécifique à chaque projet) et une part systémique (commune entre les projets d'un même portefeuille de fonds) ;
- (ii) celui de l'actif capital-investissement, supporté par l'investisseur. A ces risques, s'ajoutent, dans un pays en développement, un risque d'expropriation et un risque de taux de change (sur plusieurs années..).

#### *Limitations inhérentes à l'évaluation des fonds d'investissement*

Tout d'abord, les fonds d'investissement n'ont pas d'obligation de déclarer leurs comptes dans le cas d'entreprises non cotées (tout comme d'autres types d'investisseurs dans ces mêmes entreprises). Aussi, les données sont incomplètes. Certains rounds d'investissements

sont omis, les conditions de sortie sont mal saisies (les échecs apparaissent ainsi souvent comme des projets dormants).

Concernant les données disponibles, il s'agit en règle générale :

- (i) de données commerciales (Thomson One, Venture source, Asian Venture Capital3...), de fait biaisées vers les grands fonds ;
- (ii) de données propriété de fonds d'investissement ;
- (iii) d'enquêtes *ad hoc* ;
- (iv) du recensement industriel.

Plus important encore est la question de la sélection (des entreprises par le fonds d'investissement, ou du fonds d'investissement par les entreprises) afin de distinguer l'effet de cette sélection de celui du traitement lui-même (par exemple, la qualité du suivi de l'entreprise par le fonds d'investissement). En effet, le phénomène de sélection, tout comme pour les autres instruments de financement, peut aboutir à ce que les fonds d'investissement les plus performants sachent détecter et choisissent donc de financer les entreprises à plus fort potentiel, biaisant de ce fait l'estimation de l'effet du traitement. Il existe néanmoins des méthodes pour résoudre ce problème, basées sur l'utilisation de variables instrumentales, renvoyant à des facteurs expliquant la sélection mais non l'impact final sur la performance de l'entreprise. On peut aussi tirer parti de changements de régulation qui conduisent à généraliser l'accès aux fonds d'investissement (cf. aux US, l'assouplissement de la « *Prudent Man Rule* » en 1979, ouvrant les fonds d'investissements aux fonds de pension, voir Kortum et Lerner, 2000. Un assouplissement similaire a eu lieu au Chili). Cela dit, la mise en place d'une analyse en double différences demeure malaisée. La constitution du groupe de contrôle, par exemple : les firmes ne recevant pas l'apport des fonds, sont très difficiles à connaître. De même, le rendement ne sera calculé que sur les entreprises survivantes (au bout de la longue durée d'investissement).

Enfin, les articles de recherches rigoureux (c'est-à-dire basés sur une démarche quantitative systématique) sont consacrés dans leur très grande majorité aux pays développés, les Etats-Unis étant nettement dominants au sein de ces derniers. Lorsque d'autres pays sont abordés, il s'agit essentiellement d'émergents déjà très avancés ou dans des situations très particulières (Taïwan, voir Tang et Chyi, 2008) ou dont le décollage économique ne fait déjà plus de doute (les PECO dans le cas des études portant sur l'Europe). Les revues « savantes » de management (notamment le *Journal of Private Equity*) font une place plus grande aux pays émergents, mais les articles concernés consistent en des revues de la littérature et études descriptives insistant sur la nécessité d'un cadre légal et institutionnel adapté au développement des fonds d'investissement (voir Hassan, 2010, dans le cas de l'Egypte ou Klonowski, 2011, dans le cas des BRIC). Les évaluations statistiques en sont totalement absentes.

### 5.2.2 Impact sur les firmes<sup>24</sup>

Cette section présente une synthèse analytique des articles scientifiques portant sur l'impact des fonds d'investissement sur la performance des entreprises ayant bénéficié de ces financements. Les indicateurs de performance retenus étant variables d'une étude à l'autre, la présentation des principaux résultats est ordonnée autour de chacun de ces indicateurs.

---

<sup>24</sup> Les principales caractéristiques des articles présentés ci-dessous sont récapitulées dans le Tableau 12 présenté en fin de section).

### *Sortie*

Une sortie est définie comme réussie lorsque la firme soutenue peut être introduite en bourse, ou revendue à un tiers avec succès, lorsque le financement du fonds d'investissement prend fin. Brander et al. (2010) comparent l'impact sur la sortie des firmes de fonds d'investissement soutenus par l'Etat à celui consécutif à un financement par un fonds d'investissement traditionnel. L'échantillon de l'étude comprend 25 pays, dont un certain nombre d'émergents de première importance (Brésil, Chine, Inde...) – mais les firmes US représentent néanmoins plus de la moitié de l'échantillon. Au plan méthodologique, la forme fonctionnelle polynomiale limite quelque peu la portée de l'exercice et l'instrument retenu (disponibilité du capital-investissement public lors du 1<sup>er</sup> round d'investissement) soulève quelques interrogations. La principale conclusion de l'analyse est que la participation publique a un impact positif sur la performance si elle est combinée avec l'apport de capital-investissement privé, et si elle ne dépasse pas une certaine part du financement total.<sup>25</sup>

Sur un échantillon de 1881 firmes US du secteur manufacturier, Chemmanur et al. (2011) parviennent également à la conclusion que le financement par capital-investissement a une influence positive sur la probabilité de sortie réussie, au sens où les firmes ayant bénéficié de ce type de financement ont une probabilité supérieure d'être toujours en activité au moment de la sortie. Prenant en quelque sorte le problème par l'autre bout, Puri et Zarutskie (2011) trouvent que le taux de faillite des entreprises ayant bénéficié de capital-investissement est souvent inférieur, notamment durant les premières années suivant le financement.

### *Entrée*

L'entrée se définit comme le nombre de nouvelles entreprises entrant en activité ; dans ce contexte, la recherche académique cherche à évaluer l'impact (supposément positif) des fonds d'investissement sur ce taux d'entrée. A partir de données de secteur industriel sur 16 pays européens (dont quelques pays d'Europe centrale et orientale), Popov et Roosenboom (2009) concluent que les créations d'entreprises des secteurs à fort taux d'entrée « technologique » (calculé sur données américaines) et intensifs en R&D sont plus nombreuses dans les pays avec un ratio capital-investissement/PIB plus élevé ; en outre, l'effet est d'autant plus fort pour les entreprises de petite taille. Basée sur la méthode des différences en différences, l'approche statistique apparaît crédible – l'instrument choisi pour traiter des problèmes de sélection, dans la lignée de Kortum et Lerner (2000) semble adéquat.

Samila et Sorenson (2011) proposent une analyse similaire sur 328 districts urbains US entre 1993 et 2002. Très pointue s'agissant de la prise en compte de la dynamique et de l'endogénéité, l'étude aboutit à la conclusion qu'un doublement du nombre d'entreprises financées par du capital-investissement aboutit à un accroissement du nombre total d'entreprises compris entre + 0,48% et + 2,21%.

### *Productivité*

La notion de productivité est variable d'un article à un autre. Dans une étude sur données sectorielle portant sur 20 industries dans 26 pays (dont quelques émergents d'Europe Centrale et Orientale), Bernstein et al. (2010) s'intéressent à l'impact des fonds d'investissement sur la

---

<sup>25</sup> Pour mémoire, on citera par ailleurs l'article de Cumming et MacIntosh (2003), qui s'intéressent aux différences de performance entre fonds d'investissement syndicaux et fonds traditionnels. Seulement descriptive, l'analyse conclut à une éviction des fonds privés par les fonds syndicaux/publics dans le cas du Canada.

croissance de la production, de la valeur ajoutée et de l'emploi. Ils concluent que cette dernière a été plus rapide dans les industries ayant bénéficié de financements de fonds d'investissement, sans que cette croissance se fasse au prix d'une cyclicité accrue par rapport aux autres industries. Ces résultats sont néanmoins à considérer avec précaution, le traitement minimal de l'endogénéité (par l'utilisation de variables retardées) conduisant à s'interroger sur leur validité.

D'autres articles s'intéressent à une définition plus stricte et rigoureuse au plan analytique de la productivité, telle la Productivité Globale des Facteurs (PGF). C'est le cas de Chemmanur, et al. (2011), qui étudient un échantillon de 1881 firmes US du secteur manufacturier, qui représentent 30% du total des firmes du secteur ayant bénéficié de capital-investissement sur la période. La conclusion de l'étude est que le financement par fonds d'investissement induit des gains d'efficacité (hausse de la PGF), dus en partie à une meilleure maîtrise des coûts de production, et influence positivement la probabilité d'une sortie réussie. Par-delà la question de la représentativité de l'échantillon, ces résultats apparaissent reposer sur des fondements statistiques solides, la question de la sélection étant traitée de diverses manières (modèles de sélection avec changement d'état endogène, régressions sur discontinuité et appariement par les coefficients de propension). Tang et Chyi (2008) confirment ce diagnostic d'un impact positif du financement par fonds d'investissement sur la PGF) dans le cas des industries manufacturière, d'équipement électrique et électronique taïwanaise sur la période 1984-2002. Mais la taille très réduite (15 observations, du fait de l'utilisation de retards dans l'équation estimée) de l'échantillon impose de considérer ces résultats avec la plus grande réserve.

### *Innovation*

L'innovation correspond généralement au nombre de brevets proposés/déposés (parfois cités) par les entreprises. Gompers et Lerner (1999) ont montré que les entreprises qui sont soutenues par les capital-risqueurs déposaient plus de brevets que les entreprises dont l'actionnariat ne comportait pas de venture capitalists, avec une part plus élevée des brevets relatifs à des inventions de rupture. Mais ce résultat ne permet pas d'identifier le sens de causalité entre présence du VC et dépôts de brevet.

L'article fondateur en la matière est celui de Kortum et Lerner (2000), notamment parce qu'il propose une méthodologie crédible afin de traiter le problème de sélection, basée sur un changement réglementaire intervenu aux USA en 1979 concernant la capacité des fonds de pension à investir en capital-investissement (réforme de la « *Prudent Man Rule* ». A partir de données pour 20 industries manufacturières américaines sur la période 1965-1992, l'analyse conclut à un impact positif substantiel du capital-investissement sur la production de brevets : à la fin des années 1990, le financement par capital-investissement a contribué à hauteur de 14% aux innovations aux US.

L'analyse de Engel et Keilbach (2007) conduit à s'interroger sur la portée générale de ce diagnostic, au moins en dehors des Etats-Unis. L'objet d'étude est un panel de 21 517 entreprises allemandes, dont 142 financées par capital-investissement, sur la période 1995-1998. Il ressort que les firmes pourvues d'un nombre plus élevé de brevets ont une probabilité plus élevée de recevoir un financement par capital-investissement. Une fois obtenu le financement par capital-investissement, les firmes concernées voient leur nombre d'employés s'accroître (cf. *infra*), mais pas le nombre de brevets obtenus. Ceci suggère que l'innovation plus élevée constatée dans les firmes bénéficiant de capital-investissement résulte du processus de sélection opéré par le capital-investisseur avant le financement, davantage que ce dernier en lui-même. La causalité se trouve donc renversée par rapport aux conclusions de Kortum et Lerner (2000).

Ueda et Hirukawa (2003) proposent d'utiliser les taux de croissance de la productivité totale des facteurs comme un indicateur plus pertinent de l'innovation dans chacun des secteurs. Au-delà du lien positif entre investissement VC et croissance de la productivité sectorielle, les auteurs cherchent à repérer une causalité en examinant la précédence historique(48) des mouvements affectant les deux variables parmi les secteurs. Ils en concluent que la causalité s'exerce plutôt de l'innovation vers l'investissement en VC que dans l'autre sens. Un accroissement du taux de croissance de la productivité est suivi, plutôt que précédé, d'un mouvement en même sens de l'investissement VC. Le rejet de la causalité « VC vers innovation » n'est toutefois pas robuste à l'introduction de variables supplémentaires dans l'équation.

### *Emploi*

Le critère retenu se définit ici simplement comme l'évolution du nombre d'employés dans les firmes, secteurs industriels, aires géographiques retenues... Les différentes analyses sur le sujet, qu'elles soient d'ailleurs au niveau firmes, industries, ou à un niveau d'agrégation supérieur, s'accordent pour conclure à un impact positif des fonds d'investissement sur l'emploi. Alors qu'elle ne trouvait pas d'impact significatif sur le nombre de brevets, l'analyse sur données allemandes de Engel et Keilbach (2007) souligne en revanche que le nombre d'employés s'accroît dans les firmes ayant bénéficié du soutien de fonds d'investissement. Puri et Zarutskie (2011) parviennent à une conclusion similaire sur un échantillon d'environ 6 millions de firmes américaines (dont 0,10% ont bénéficié du soutien de fonds d'investissement) sur la période 1981-2005. Ils trouvent ainsi que les firmes financées par capital-investissement, si elles ne représentent que 0,11% des créations totales de firmes nouvelles sur la période, génèrent entre 4,2% et 6,8% de l'emploi total US entre 1996 et 2000. Il convient de noter cependant que ces résultats reposent sur une technique de *matching* (c'est-à-dire de comparaisons entre entreprises financées ou non par des fonds d'investissement, mais similaires sur d'autres caractéristiques) destinée à traiter l'endogénéité, dont la validité repose sur la pertinence des critères retenus. En l'occurrence, le critère du secteur d'activité semble, entre autres, judicieusement choisi. Déjà évoquée enfin, l'article de Samila et Sorenson (2011) sur districts US aboutit à une conclusion identique : un doublement du nombre d'entreprises financées par du capital-investissement entraîne un accroissement de l'emploi de 0,22% à 1,24%.

Boucly et al. (2011) ont étudié l'impact social de 400 opérations de LBO (leveraged buy out) en France sur 1994-2004 en utilisant la technique de *matching* pour comparer 94 firmes cibles 3291 firmes de contrôle (source base fiscale ministère des Finances). Ils observent que ces LBO ont un impact significatif à la fois sur le niveau moyen des salaires versés dans l'entreprise et sur l'emploi salariés. Le salaire moyen versé dans les entreprises cibles d'un LBO augmente de plus de 10 % après le LBO et relativement aux entreprises jumelles. On constate également que l'emploi salarié tel que déclaré dans les comptes sociaux augmente de plus de 20 % dans les entreprises cibles de LBO relativement à leurs entreprises jumelles. Il convient néanmoins de noter que les données sur lesquelles s'appuie cette évaluation de l'impact social des LBO sont imparfaites car elles ne fournissent aucune information quant aux qualifications des employés de ces entreprises. Or, il est possible qu'il y ait d'importants effets de composition dans les nouvelles embauches (seuls des travailleurs qualifiés sont recrutés suite au LBO alors que les employés non qualifiés se font licencier), ou dans l'augmentation des salaires (les salaires des travailleurs qualifiés pourraient être augmentés relativement à celui des non qualifiés)

L'impact des fonds d'investissement apparaît le plus souvent positif, quel que soit le critère concerné – à part sur le comportement d'innovation, où il n'est pas certain que les firmes bénéficiant de capital-investissement ne soient pas celles innovant déjà le plus ex ante. Les études impliquant des pays émergents dans leur champ d'analyse concluent notamment à un impact positif à la fois sur l'entrée et la sortie. La productivité et l'emploi semblent également plus élevés dans les entreprises bénéficiant du soutien de fonds d'investissement. Enfin, la participation publique peut s'avérer productive, si elle est effectuée conjointement à un financement privé, ce dernier demeurant majoritaire

### **5.2.3 Impact sur le secteur financier et sur l'économie**

- a. Additionalité financière du capital investissement : Attirer des investisseurs, l'effet de levier

L'additionalité financière peut se réaliser de trois manières, soit parce que le financement permet de financer des projets de plus longue maturité que ce qui est disponible avec le secteur bancaire classique, soit parce que le fonds permet des investissements contra-cyclique si le fonds est mis à disposition lors de période de crise, ou soit en absorbant une grande partie du risque (étant le premier à investir) et augmentant ainsi l'attraction commerciale du projet, ce qui attire des investisseurs privés qui n'aurait pas investi autrement. Nous allons nous concentrer sur ce troisième point.

L'un des premiers effets attendus et avancés pour motiver ce type de projet est l'effet de levier :

« Un des rôles clefs des fonds d'investissement réside dans leur capacité à entraîner dans leur sillage une grande variété d'investisseurs cherchant à diversifier leur risque. Les institutions financières de développement ou les sponsors peuvent ainsi jouer un rôle catalytique en mobilisant des sources de capital additionnelles, notamment auprès d'investisseurs étrangers. » (Henin et Touchard 2011, Proparco). On peut distinguer l'effet de levier :

- au niveau du fonds : montant d'euros investi par d'autres investisseurs dans le fonds pour un euro investi par le bailleur dans ce fonds
- au niveau de l'entreprise : montant en euros obtenus d'autres sources de financement pour un euro reçu du fonds d'investissement
- au niveau du secteur : montant en euro investi dans le secteur pour un euro investi par le fonds d'investissement dans ce secteur

La Banque Asiatique de développement (ADB 2008) a commandité à son département d'évaluation des opérations une étude d'évaluation des fonds d'investissement auxquelles elles participent. L'étude a couvert 29 projets votés au conseil d'administration entre 1983 et 1997 et l'effet de levier était une des composantes évaluées. Le manque de données n'a permis cette évaluation que pour 8 des 29 projets, et le résultat est qu'au niveau de la firme cet effet levier a été important dans 4 projets avec chaque dollar investi dans le Fonds ADB générant un investissement additionnel de \$241 à \$441 en provenance d'autres sources. Cet effet de levier au niveau du fond lui-même a pu lui être estimé sur l'ensemble des 29 projets. Pour un dollar investi par la Banque asiatique de développement dans le fonds il y a eu une mobilisation additionnelle et significative d'autres investisseurs dans 18 projets de \$9 à \$41.4.

En 2010 l'agence britannique de développement de la finance (CDC) a procédé a des évaluations pour 15 de ses fonds dans les pays en développement, à mi-parcours (5ans) et à terme (10 ans). Dans cette évaluation l'effet de levier est mesuré au niveau du fonds



uniquement et est appelé « effet catalyseur ». Il est calculé (selon méthode présentée plus loin) sur des périodes de trois ans, sur le dernier exercice, 2009-2011 il était de 480% (pour 1£ investit par le CDC 4.8£ est investit par d'autres investisseurs) en net progression depuis les 143% de 2005-2007 (CDC, 2011).

L'institution financière de développement néerlandaise FMO (2011) a elle aussi voulu mesurer l'impact de leur participation dans des Fonds d'investissement. Ils utilisent pour cela deux outils: l'un est une notation basée sur une évaluation ex ante à partir d'un questionnaire qualitatif et quantitatif, EDIS. L'autre est une évaluation ex post pour laquelle ils demandent aux entreprises dans lesquelles le fond investit plusieurs données pour pouvoir apprécier l'impact sur emploi, etc mais aussi sur les capacités d'emprunt auprès d'autres sources. Cependant dans leur rapport ils ne souhaitent pas dévoiler ces données, arguant du fait que FMO ne peut s'approprier tous les résultats puisqu'il est seulement un des participants de ces fonds. La représentativité des données obtenues et leur fiabilité ne peut donc être évaluée ici.

#### b. Impact qualitatif

##### *Ressources Humaines*

La plupart des projets de fond d'investissement avance entre autres que ces programmes vont permettre d'augmenter la qualité des ressources humaines soit en faisant revenir dans le pays du personnel qualifié ou alors en formant du personnel local. La théorie économique a souvent mis en avant un effet qualité managérial attendu des ce type de financement.

Tant au niveau des fonds : En effet en aidant les gestionnaires débutants à amorcer ces fonds, trouver une structure juridique adaptée, et en les mettant en contact avec un réseau international, le capital investissement permet de développer les compétences des ressources humaines. Qu'au niveau des entreprises : Cet impact est d'autant plus important lorsque l'investisseur est en position majoritaire, ou lorsqu'il intervient auprès d'une start-up, encore peu structurée. L'investisseur peut alors favoriser le développement de l'entreprise en proposant, par exemple, des managers clefs grâce à son réseau. Dans ce domaine les mesures ne sont pas évidentes, le CDC dans son rapport 2011 donne une appréciation sur la qualité des managers sur la base de critères qui ne sont pas détaillés et potentiellement très subjectifs.

##### *Gouvernance*

Le capital investissement offre un véritable levier de transformation de l'entreprise. Les équipes de gestion peuvent, en tant qu'actionnaires, insuffler des bonnes pratiques de gestion, des règles de bonne gouvernance, une organisation plus adaptée, et un reporting plus transparent. Cette valeur ajoutée est particulièrement marquée en Afrique subsaharienne, où les entreprises sont encore très souvent dans l'informel ou reposent souvent sur des structures familiales. Certaines équipes de gestion vont alors mettre en place un reporting spécifique dédié à l'amélioration de la gouvernance: augmentation des entreprises auditées par un commissaire aux comptes, existence de comités de suivi de l'activité, d'indicateurs de performance, de suivi des budgets, etc. Ces indicateurs peuvent être utilisés pour l'évaluation.

##### *Environnement et Social*

L'aspect environnemental est présent dans de nombreux fonds d'investissement intervenant dans les pays en développement. Grâce à la présence des institutions financières de

développement dans cette activité de capital-investissement, de plus en plus d'investissements sont également des vecteurs d'amélioration des pratiques environnementales et sociales. Les institutions financières de développement appliquent leurs standards environnementaux auprès du fonds, qui lui-même les applique aux entreprises investies. Avant d'investir, les équipes de gestion évaluent la performance et les pratiques des futures entreprises investies en termes de management environnemental et social et proposent des plans d'actions afin que l'entreprise se mette progressivement en conformité au regard des standards nationaux ou internationaux. L'additionalité non financière des institutions financières de développement serait importante sur cette thématique, puisque ce sont elles qui exigent du fonds ce rôle d'accompagnement sur les performances environnementales et sociales des entreprises investies. Cela peut se traduire par des exigences de recrutement d'un manager au niveau du fonds dédié à l'accompagnement des entreprises investies sur leurs performances E&S. Ainsi, le CDC rapporte le nombre d'entreprises dans lequel le fonds intervient et qui ont adopté des codes ou chartes internationales dans leur secteur d'activité, suite à la prise de participation du fonds. Dans une étude récente IDS (2012) commandée par le PIDG (Fonds pour le financement de projets d'infrastructure), il est recommandé d'évaluer l'effet de l'engagement du fonds, sur le cadre légal et réglementaire du pays dans le secteur concerné, ainsi que sur le design d'autres projets privés dans ce secteur concernant les normes environnementales et sociales. Cependant, aucune méthodologie n'est proposée concrètement; aussi, bien que cette analyse ex post soit intéressante, elle nous semble compliquée à mettre en place.

### *Taxes*

La plupart des Fonds d'investissement intervenant dans les pays en développement (CDC, FMO, Proparco etc..) estiment le surplus de revenu fiscal que le gouvernement va recevoir suite à l'activité additionnelle générée par le fonds ou par via l'activité additionnelle des sociétés en portefeuille. En effet dans les pays en développement, les recettes fiscales sont un enjeu crucial et il est pertinent de calculer les recettes supplémentaires que la prise de participations permet d'obtenir. Ici le calcul est simple et consiste à évaluer les taxes payées par l'entreprise suite de la mise en place des projets spécifiquement financés par le fonds.

### *Financement de secteurs à visée d'impact*

Les années 2010 ont vu l'arrivée de fonds dédiées à des objectifs d'impact ou à des secteurs particuliers. Ces fonds utilisent les outils du PE pour répondre à des déficiences de marché sur des secteurs aux enjeux sociétaux. Par exemple FISEA a investi dans des fonds concentrés sur des projets environnementaux (GEF) dans des fonds dont l'objectif est d'améliorer l'accès ainsi que l'offre de soins médicaux privés de qualité avec un ciblage des populations situées dans le bas de la pyramide de revenus, qui devront représenter une partie significative de la clientèle servie par les structures (AHF). Ce type de fonds regroupant des investisseurs institutionnels privés et philanthropiques.

## 5.3. Enseignement pour l'AFD

### **5.3.1 Evaluation de FISEA jusqu'à présent**

FISEA investit en direct dans des entreprises et en indirect via des fonds d'investissement. La mesure des impacts de FISEA est réalisée à travers deux instruments, le GPR, un outil d'aide à la décision développée par la DEG et les indicateurs agrégables IA (adaptés des indicateurs

agrégables de l'AFD. Les IA complètent la perspective du GPR, en quantifiant les impacts escomptés en matière de développement (nombre d'entreprises aidées, nombre d'emplois dans ces entreprises) de manière à ce qu'une fois agrégés, ils puissent donner une vision globale de l'activité de FISEA et des fonds investis par Proparco.

Pour FISEA en ex ante : Le GPR est une grille remplie ex ante, chaque item recevant un nombre maximal de points. Cette grille, mise au point par la DEG, est également utilisée par d'autres institutions financières (Cofides, FMO, SIFEM, ainsi que des variantes, par IIC et l'AfDB). Dans la grille GPR, chaque projet est détaillé selon des items qui sont pondérés afin d'obtenir un score total de 500 points au maximum. Ce score est réparti entre risque de la contrepartie (150 points), effets sur le développement (150), rôle de Proparco (100) et rendement de l'opération (100).

En détaillant les items dans le cas de la grille applicable aux fonds d'investissement, on voit que le poids le plus important dans le score final du projet est lié au risque de la contrepartie (32%) et au rendement de l'opération (20%) (Tableau 11). Vient ensuite l'effet sur le secteur financier (22%). Cet effet prend en compte la capacité du projet à mobiliser l'épargne, à diversifier le secteur financier et l'allocation du crédit, à mobiliser d'autres financements (locaux, ou en provenance d'autres institutions financières internationales, ou du groupe AFD lui-même).

L'effet sur le secteur privé (création d'emploi, formation, structure de marché) représente 14,8% du score total. Les caractéristiques de l'intervention de Proparco, notamment, son rôle de conseil ou de participations aux instances de décision de l'entreprise, représentent 6% du score. L'effet sur l'économie en général (emploi, recettes fiscales, balance des paiements) et sur l'environnement représente 5% du score total.

En maintenant des poids fixes, la grille GPR permet de comparer les projets entre eux. Cependant, ces poids fixes peuvent être en partie arbitraires ou inadaptés. En particulier, FISEA peut être amené à choisir stratégiquement un risque élevé de la contrepartie. Il est à noter que le risque de la contrepartie intervient à deux reprises dans la grille GPR : une première fois en tant que telle (avec un score de 150 points sur 500 soit un poids de 30%) et une deuxième fois comme critère de subsidiarité (c'est à dire, du rôle moteur de Proparco à être le seul à apporter du financement dans un contexte difficile) mais avec seulement un poids de 2% du score total. La grille GPR et son scoring s'appliquent ex ante.

Les indicateurs sont présentés au conseil d'administration de l'AFD pour les investissements signés l'année précédente. Cependant, il ressort de la discussion précédente que les fonds d'investissement doivent être évalués et suivis sur une période longue.

A partir de la fin 2012, Proparco va instaurer un suivi pour les projets financés par Proparco : deux grilles GPR pendant la durée de vie du projet, complétées par une collecte annuelle des indicateurs IA des projets en portefeuille. Est également prévue une étude d'impact ex post sur certains projets. Il convient d'appliquer ce suivi au projet FISEA aussi.

**Tableau 11. Score GPR pour les concours de l'AFD**

	fonds d'investissement	entreprises	infrastructure
risque de la contrepartie	32	32	32
rendement du projet	20	20	20
impact sur secteur privé	14.8	16.2	21
impact sur secteur financier	22.2	11	11
impact général sur l'économie	4	10.2	5
aspect environnemental	1	4.6	5
caractéristiques de l'intervention	6	6	6

Source : Calcul des auteurs sur la base du Rapport sur les impacts de FISEA, présenté au Conseil d'Administration du 8/6/2012, confidentiel

#### *Impact financier : effet catalyseur*

Actuellement FISEA ne calcul pas l'effet catalyseur au niveau du fonds, il est vrai qu'il est difficile d'évaluer quel investisseur entraîne l'investissement d'autres investisseurs qui arrivent dans ce fonds lors de la première levée de fond.

Pour ce qui est de l'effet de levier au niveau de la firme il existe dans le questionnaire entreprise une question demandant si l'entreprise a obtenu des financements d'autres sources à la suite de la prise de participation, cependant la réponse reste binaire, oui ou non sans indication de montant.

#### *Impact sur les entreprises*

Pour en mesurer ses effets sur l'économie locale, Proparco a enrichi le suivi des fonds d'un reporting systématique des résultats des entreprises de leur portefeuille avec des indicateurs quantitatifs portant sur des thématiques extra-financières. Il en ressort que les 229 entreprises financées par les fonds en portefeuille de Proparco ont contribué à créer ou maintenir plus de 50'000 emplois. Des emplois formels qui mobilisent une main-d'œuvre qualifiée et non qualifiée. Ces mêmes entreprises ont connu une croissance annuelle moyenne du nombre d'employés de 11 % (analyse sur 2004-2011 portant sur 53 entreprises du portefeuille au 31/12/2010 pour lesquelles les données historiques sont disponibles).

En termes d'activité, la croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires atteint 16,5 %, celle de l'EBIT4 12 %. Les entreprises enregistrent des évolutions contrastées, selon leur stade de développement, le pays, leur taille et le secteur sur lequel elles interviennent.

#### *Impacts indirects plus larges*

Pour ce qui est des recettes fiscales, Proparco ne se contente pas de l'évaluation ex ante dans le GPR mais collecte ce résultat auprès des entreprises. Ainsi la double augmentation de la masse salariale et de l'activité apporte aussi une plus forte contribution aux recettes de l'État. Les 87 entreprises de l'échantillon ayant renseigné cette information ont versé aux États dans lesquels elles sont implantées plus de 230 millions d'euros pour le dernier exercice (Hénin Touchard 2011).

La comparaison avec d'autres zones géographiques, telle que la France, met en avant un impact plus important du capital- investissement en Afrique subsaharienne qu'en Europe, où les entreprises ont davantage souffert de la crise. D'autre part, la valeur ajoutée d'une équipe de gestion en Afrique subsaharienne intervient à la fois au niveau de la croissance des revenus et de l'amélioration de la profitabilité de la société. Dans les marchés plus mûrs, comme la France, elle est davantage orientée vers le levier financier ou la négociation sur le prix d'achat/sortie.

Enfin pour ce qui est des impacts environnementaux, la grille GPR renseigne sur l'existence d'un accompagnement des entreprises par le fonds dans leur démarche de développement durable, l'introduction d'un contrôle des normes environnementales, si l'investissement lui-même est destiné à améliorer l'environnement ou les normes RSE. Les IA portent sur des indicateurs quantifiables comme la surface totale d'aires naturelles protégées ou le nombre d'habitants bénéficiant des projets de gestion durable, ou le montant de réduction des gaz à effet de serre. Quant à l'impact social, la grille GPR recense les aspects de formation contenus dans le projet, de rémunération des employés de l'entreprise, et d'égalité de genre.

Le GPR fonds d'investissement a évolué en 2013. Il a été mis à jour afin d'intégrer l'évolution des types de fonds visés dans les financements (transition vers des fonds à visée d'impact « impact investing ») et d'intégrer des critères supplémentaires sur les effets développementaux des fonds.

### **5.3.2 Recommandations et perspectives pour l'évaluation de FISEA**

La plupart des institutions de développement de la finance (IDF) ont dans leurs outils d'intervention des structures du type capital-investissement. Dès lors, un grand nombre d'institutions ont développé des outils d'analyse afin d'évaluer l'impact de ces fonds d'investissement. Ces outils d'évaluation ne sont d'ailleurs pas forcément spécifiques aux fonds d'investissement et peuvent aussi s'appliquer aux autres instruments de développement de la finance (lignes de crédit, garantie...). Les effets évalués sont en règle générale regroupés dans trois types distincts : l'effet catalyseur (impact financier), l'impact sur la performance des entreprises (impact économique) et enfin, l'effet plus large sur l'économie dans son ensemble.

#### **a. Mesure de l'effet catalyseur**

##### *Au niveau du fonds*

Il s'agit ici de mesurer l'effet d'entraînement induit par le fonds d'investissement. Certaines IDF fournissent des *effets de levier* de leurs fonds d'investissement, mais les méthodes de calcul diffèrent. La méthode qui consiste à additionner tous les autres investissements à celui de l>IDF est évidemment trop simple. Et les informations publiées sur le mode de calcul de l'effet de levier ne permettent pas de valider une approche retenue par les IDF.

Dans le cas du CDC par exemple, les investissements dans des fonds faits avant celui du CDC ne sont pas pris en compte. Les investissements faits après que le CDC se soit légalement engagé sont comptabilisés avec une formule bien précise comprenant un indice d'escompte. Ainsi, s'il s'agit de la première levée de fonds, tous les investissements subséquents seront comptabilisés dans l'effet de levier (ou effet d'entraînement) ; s'il s'agit d'une deuxième levée de fonds, alors 25% de l'investissement supplémentaire sera escompté et seulement

75% considéré comme issu de l'effet catalyseur ; de façon similaire, le taux d'escompte sera de 50% pour la troisième levée de fonds et de 75% pour la quatrième.

FISEA ne calcule pas cet effet de levier au niveau du fonds car il semble assez difficile en fait de distinguer les investissements faits avant et après l'engagement d'un IDF car souvent ces IDF se contactent avant de s'engager ensemble dans un fonds. Cependant il semble pertinent de s'intéresser à ce problème d'escompte, de contacter CDC et FMO qui procèdent à ce type de calcul et de comparer les formules afin d'amorcer une réflexion sur le taux d'escompte idéal.

#### *Au niveau de la firme*

Qu'en est-il de l'effet catalyseur au niveau de la firme ? En d'autres termes, l'intervention du Fonds d'Investissement a-t-elle permis à la firme d'accéder à des financements privés tiers (« *third party capital* »). Tant le CDC que le FMO s'attachent à mesurer cet effet de levier au niveau de la firme, ce qui n'est pas le cas de FISEA. Il serait donc souhaitable que FISEA collecte à son tour ce type d'information, en interrogeant les entreprises bénéficiant (ou ayant bénéficié) de son action sur leur accès à des financements privés tiers. Pour l'instant il semble que la seule approche faite en ce sens par FISEA est de demander à la firme si la prise de participation du fonds lui a permis d'obtenir d'autres financements privés, il serait souhaitable de connaître également les montants.

#### **b. Mesure des impacts économiques directs sur les firmes.**

Plusieurs outils de mesures d'impact sont utilisés: le DOTS (Development Outcome Tracking System) élaboré by la SFI ; le TIMS (Transition Impact Monitoring System) de la BERD et le GPR élaboré par DEG qu'utilise FISEA. Mais la BEI a aussi son propre outil, le DIAF (Development Impact Assessment Framework) et le FMO a également développé sa propre grille d'analyse EDIS (Economic Development Impact Score).<sup>26</sup>

De fait, il existe donc une hétérogénéité des mesures d'impact parmi ces IDF, non seulement du fait de grilles d'analyses différentes, mais également parce que le moment auquel l'évaluation a lieu varie d'un outil à un autre : soit *ex ante* seulement, soit *ex ante* et durant le cycle du projet, ou bien *ex ante*, durant le cycle et *ex post*. Par exemple la SFI, la BERD, le DEG, CDC et FMO conduisent des évaluations *ex post*, soit avec leurs outils cités plus haut soit par des études ciblées sur certains projets achevés. En revanche, FISEA (Proparco) et OPIC ne font que des évaluations *ex ante* et durant le suivi du projet (voir rapport Dalberg, 2011).

En utilisant l'outil GPR, Proparco s'est doté d'un outil complet qui permet d'avoir des indicateurs qualitatifs et quantitatifs (alors que certains outils, comme TIMS, ne sont que qualitatifs), et qui couvrent un ensemble conséquent de dimensions : impact financier, économique, environnemental et sociale et développement du secteur privé. Néanmoins, l'outil GPR n'est utilisé que pour des évaluations *ex ante*, et la décision faire un suivi des résultats avec des indicateurs au niveau des entreprises investies est un pas en avant important par rapport à d'autres IDF. Il faut que ce suivi continu et soit systématique et présenté en même temps que les rapports d'activités annuels au CA

Cependant il serait envisageable qu'à l'instar de ce que fait FMO avec EDIS, Proparco utilise son GPR pour faire une analyse *ex post* avec données réelles. Cette analyse *ex post* pourrait

---

<sup>26</sup> La CDC utilise en outre une grille spécifique ESG pour les fonds d'investissement.

avoir lieu un an après la clôture du projet. Dans un second temps, à moyen terme, il est possible de procéder à des investigations systématiques, à l'image d'un certain nombre de celles présentées dans la partie 5.2.2 *supra*, par exemple, celle de Puri et Zarutskie (2011). En substance, il s'agit de comparer les performances des entreprises bénéficiant de l'intervention de FISEA avec celles d'entreprises similaires selon un certain nombre de critères pertinents (âge, taille...), par une opération d'appariement assez simple. La constitution de ce groupe de contrôle (c'est-à-dire, les entreprises ne bénéficiant pas de l'intervention de FISEA) s'appuiera soit sur des enquêtes industrielles effectuées par les instituts statistiques nationaux, soit par une collecte de données effectuée par FISEA elle-même.

Cependant trouver et collecter des informations sur un groupe de contrôle semble peu évident au vu des pays dans lesquels FISEA intervient. Une analyse comparée pourrait alors se contenter de regarder les évolutions de performances (sur emploi etc..) avant et après introduction du fonds tels que celle faite par SFI sur le fonds Tuninvest dans l'entreprise Cogite, fonds dans lequel FISEA intervient aussi (IFC 2011).

Les nouveaux types de fonds ciblant des objectifs d'impact intègrent eux des évaluations annuelles des impacts des sociétés investies (suivi annuel des emplois ; création de valeur ; impôts et croissance au niveau des sociétés investies) ou des mesures de suivi des résultats obtenus (évaluation du ciblage des entreprises financées en termes d'atteinte d'une population « base of the pyramid ») en interne (cf GIIN 2011 par exemple). Ces données pourraient être utilisées dans le cadre d'analyses ponctuelles des projets en portefeuille de FISEA puisque pour plusieurs projets FISEA ces données sont disponibles.

Cependant comme l'a souligné l'équipe FISEA, il existe des freins techniques à ces analyses qui résident en particulier sur l'obtention des données

- L'obtention de données une fois le fonds sorti est difficilement justifiable par les investisseurs. Les données à analyser pour les entreprises investies couvriront donc majoritairement les entreprises investies durant leur durée de détention par le fonds ;
- La prise en compte des cycles d'investissement du fonds (période d'investissement du fonds dans les entreprises puis période d'accompagnement puis période de sortie) qui diffère pour chaque fonds et des différentes maturités des entreprises (qui diffère selon la cible d'entreprises investies (entre jeunes entreprises, entreprises matures)
- La fiabilité des données reçues de la part des fonds
- Les périmètres des données reçues qui peuvent varier selon chaque entreprise investie (période de reporting / dates de clôtures. Choix méthodologiques dans les données reportées par le fonds, par exemple prise en compte d'emplois pérenne et temporaires)

### **c. Mesure des impacts macroéconomiques indirects**

Cet aspect est peu évalué par les IDF, qui s'intéressent essentiellement aux effets directs sur les entreprises qu'elles financent. Néanmoins, comme nous l'avons vu précédemment, certaines IDF essaient d'évaluer des effets sur la gouvernance, les recettes fiscales, la mise en conformité avec des normes environnementales et sociales (travail). Les outils d'analyse tel que le GPR de Proparco couvre en partie ces dimensions environnementales et sociales mais là encore, les analyses *ex post* systématiques sont rares. La plupart des institutions s'en remettent à une combinaison d'indicateurs proxy quantitatifs et qualitatifs, combinant des

éléments relevant en réalité de l'impact sur les firmes décrit plus haut, et d'autres plus authentiquement macroéconomiques, comme les recettes fiscales, la valeur ajoutée et le taux de change. Avec la poursuite d'un reporting annuel de quelques indicateurs au niveau des entreprises investies par le fonds en vue de la construction d'une base de donnée, une analyse plus détaillée et étalée dans la durée des résultats transmis par les fonds pourrait être faite et éventuellement conduire à une analyse des impacts plus macro, au vu des tailles d'échantillons (nb d'entreprises investies) et des durées (données disponibles sur plusieurs années) .

On notera cependant que le CDC, lors d'évaluations réalisées soit à mi-parcours du projet, soit une dizaine d'années après, élabore une appréciation (certes de façon très agrégée) des retombées sur l'appareil productif local et, de façon un peu plus spécifique, sur certains secteurs particuliers : étendue du réseau de télécommunications, nouvelles infrastructures, qualité de l'accès à l'électricité et aux services financiers. FISEA pourrait utilement retenir certains de ces critères.



**Tableau 12. Etudes sur l'impact au niveau de l'entreprise**

Etude	Indicateurs observés	Méthodologie	Données	Résultat
Brander, Du et Hellman (2010) sur capital risque avec participation publique.	performance lors de la sortie	Analyse niveau entreprises, modèle probit standard (donc pas de FE entreprises) avec forme polynomiale sur la part de la participation publique.  Biais de sélection contrôlé par une variable instrumentale mesurant la disponibilité du capital-risque public lors du 1 <sup>er</sup> round d'investissement.	Combinaison de données de <i>Thomson One</i> (autrefois <i>VentureXpert</i> ) et de <i>Asian Venture Capital</i> , concernant 21 852 entreprises (25 pays, dont des émergents) ayant bénéficié de capital-risque sur 2000-2008.	La participation publique a un impact positif sur la performance si : 1/ elle est combinée avec l'apport de capital-risque privé et 2/ si elle ne dépasse pas une certaine part du financement total.
Bernstein, Lerner, Sorensen et Stromberg (2010)	Productivité, emploi	Impact en termes de croissance et cyclicité des fonds d'investissement au niveau industriel ; estimation linéaire standard (MCO), traitement minimal de l'endogénéité (variables retardées).	<i>Capital IQ</i> (transactions de fonds d'investissement) + <i>STAN-OCDE</i> (performance et activité au niveau industriel) ; 20 industries dans 26 pays (dont quelques émergents) entre 1991 et 2007.	La croissance (de la production, de la valeur ajoutée, de l'emploi) a été plus rapide dans les industries ayant bénéficié de financements de FI, sans que cette croissance se fasse au prix d'une cyclicité accrue par rapport aux autres industries.
Chemmanur, Krishnan, et Nandy (2011)	Productivité Globale des Facteurs (PGF), et plus marginalement, la sortie (réussie)	Analyse centrée sur les canaux par lesquels le financement par capital-risque influence la PGF, et donc de fait très pointue sur les problèmes de sélection.	<i>Longitudinal Research Database</i> (caractéristiques générales des entreprises, par usine) + <i>VentureXpert - Thomson Financial</i> (identification des	Le financement par capital-risque induit des gains d'efficacité (hausse de la PGF), dus en partie à une meilleure maîtrise des coûts de production, et influence

		Utilisation de différentes méthodes d'estimation : modèles de sélection avec changement d'état endogène, régressions sur discontinuité et appariement par les coefficients de propension.	entreprises financées par capital-risque). Echantillon de 1881 entreprises américaines du secteur manufacturier sur la période 1972-2000, représentant 30% de l'ensemble des entreprises du secteur manufacturier ayant bénéficié de capital-risque sur la période.	positivement la probabilité d'une sortie réussie.
Cumming et MacIntosh (2003)	L'analyse est concentrée sur la performance financière des fonds en eux-mêmes, pas sur l'impact sur les entreprises (la question de la sortie est abordée fugitivement).	Comparaison des performances entre FI traditionnels et FI syndicaux, bénéficiant d'avantages fiscaux mais devant financer prioritairement les PME. Analyse descriptive, sans analyse statistique systématique.	Analyse descriptive centrée sur le Canada (également, comparaison avec les US) durant les années 1990 – essentiellement données macro.	Les FI syndicaux ont un management défaillant, une rentabilité plus faible, coûtent cher en exemptions fiscales et n'ont atteint une masse critique de capitaux qu'au prix de l'éviction des FI traditionnels.
Engel et Keilbach (2007)	Innovation (brevets proposés) et croissance de l'emploi.	Analyse au niveau des entreprises, centrée sur le nombre de brevets proposés et les effectifs des entreprises. Estimation de la proba d'obtenir un financement par capital-risque par un probit simple,	<i>Creditreform/ZEW</i> (caractéristiques générales des entreprises) + <i>European Venture Capital Association/German Venture Capital Association/U.S. National Venture Capital Association</i> (identification	Les firmes pourvues d'un nombre plus élevé de brevets ont une probabilité plus élevée de recevoir un financement par capital-risque. Une fois obtenu le financement par capital-risque, les entreprises concernées voient leur nombre

		puis estimations de l'effet du capital-risque basées sur un certain nombre de variantes de la méthodologie d'appariement par les coefficients de propension.	des entreprises financées par capital-risque) + <i>German Patent Office</i> (brevets). Panel de 21,375 entreprises allemandes non financées par capital-risque, et 142 financées par capital-risque, sur la période 1995-1998	d'employés s'accroître, mais pas le nombre de brevets obtenus. Ceci suggère que l'innovation plus élevée constatée dans les entreprises bénéficiant de capital-risque résulte du processus de sélection opéré par le capital-risqueur avant le financement, davantage que ce dernier en lui-même.
Kortum et Lerner (2000)	Innovation (brevets déposés et cités)	Estimation d'une fonction de production de brevets (moindres carrés ordinaires et non-linéaires); sélection et endogénéité traitées par 1/ un changement réglementaire intervenu en 1979 concernant la capacité des fonds de pension à investir en capital-risque ; 2/ le ratio brevets/R&D.	<i>Venture Economics</i> (Mesure de financement par capital-risque) + U.S. <i>National Science Foundation</i> (dépenses en R&D au niveau industriel). Données annuelles pour 20 industries manufacturières entre 1965 et 1992.	Impact du capital-risque positif sur la production de brevets (à la fin des années 1990, le financement par capital-risque a contribué à hauteur de 14% aux innovations aux US).
Popov et Roosenboom (2009).	Entrée (ie, création de nouvelles entreprises)	Différences en différences, double hétérogénéité (industries/pays). Sélection traitée par les barrières réglementaires, endogénéité par une IV représentant le changement du cadre légale réglementant l'activité des fonds de pension (similaire à	<i>Amadeus</i> (niveau entreprises, création de nouvelles entreprises, ie de moins de deux ans) + <i>European Venture Capital Association</i> (financement par capital-investissement), périodes 1998-1999 et 2006-2007, 16 pays européens	Créations d'entreprises des secteurs à fort taux d'entrée et intensifs en R&D plus nombreuses dans les pays avec un ratio capital-investissement/PIB plus élevé ; effet d'autant plus fort pour les entreprises de petite taille.

		Kortum et Lerner, 2000).	(essentiellement UE, dont quelques PECO émergents).	
Puri et Zarutskie (2011)	Profitabilité, emploi, taux de faillite.	Analyse au niveau des entreprises, basée sur une comparaison des performances entre entreprises financées par capital-risque et les autres. Estimation d'équations standards (OLS et logit), problème de sélection traité par un <i>matching</i> de chaque entreprise financée par capital-risque avec une autre non-financée par capital-risque, comparable en termes d'âge, de secteur d'activité, de région géographique et nombre d'employés.	<i>Longitudinal Business Database</i> (entrée et sortie d'entreprises) + bases <i>Census</i> (chiffres d'affaires au niveau entreprises) + <i>VentureSource/VentureXpert</i> (identification des entreprises financées par capital-risque). Echantillon d'environ 6 millions d'entreprises américaines (0,10% ayant bénéficié de capital-risque) entre 1981 et 2005.	Les entreprises financées par capital-risque ne représentent que 0,11% des créations totales d'entreprises nouvelles sur la période, mais génèrent entre 4,2% et 6,8% de l'emploi total américain entre 1996 et 2000. La profitabilité des entreprises financées par capital-risque n'est pas supérieure à celles des autres à la sortie. Leur taux de faillite est en revanche inférieur, surtout durant les premières années suivant le financement.
Samila et Sorenson (2011)	Entrée (ie, création de nouvelles entreprises), emploi et production totale	Analyse en panel au niveau des districts ; estimation d'une équation linéaire standard, différentes mesures du financement <i>via</i> le capital-risque, grande variété de techniques afin de tenir compte de l'hétérogénéité inobservée, de la dynamique et de l'endogénéité. Variable	<i>Office of Advocacy of the Small Business Administration</i> (activité économique régionale) + Thomson Reuters' <i>VentureXpert</i> (activités de capital-risque).  Panel de 328 districts urbains américains ( <i>Metropolitan Statistical Areas</i> ) entre 1993	Le capital-risque induit la création d'entreprises supplémentaires par rapport à celles ayant effectivement bénéficié de ce mode de financement. Un doublement du nombre d'entreprises financées par du capital-risque aboutit à : 1/ entre +0,48% et +2,21% de nouvelles entreprises ; 2/ un

		Instrumentale afin de traiter cette dernière : rendement des portefeuilles des commanditaires ( <i>Limited Partners</i> ).	et 2002.	accroissement de l'emploi de 0,22% à 1,24% ; 3/ une hausse de la production globale comprise entre 0,48% et 3,78%.
Tang et Chyi (2008)	Productivité Globale des Facteurs (PGF)	Estimation d'une équation « théorique » de croissance de la PGF (Méthode des Moments Généralisés) pour les industries manufacturière, d'équipement électrique et électronique) ; endogénéité instrumentée notamment par un indicateur légal reflétant les changements de la législation concernant le capital-risque à Taïwan dans les années 1990 et 2000 (similaire à Kortum et Lerner, 2000).	<i>TVCA Yearbook</i> (dividendes des actions de société de capital-risque) + <i>Census Bureau, Directorate-General of Budget, Accounting &amp; Statistics, Executive Yuan, R.O.C.</i> (mesures de la productivité des facteurs dans les industries concernées) ; données annuelles sur la période 1984-2002, soit 15-16 (!) observations au mieux, du fait de l'utilisation de variables retardées dans l'estimation	Le capital-risque a un impact positif sur la productivité

## Références

- Abidoye, Batabunde, Peter Orazem et Milan Vodopivec (2008) “Firing Cost and Firm Size: A Study of Sri Lanka’s Severance Pay System”, Iowa State University Working Paper 08014.
- ACC (2009), *Evaluation des 3 lignes de crédit AFD pour la restructuration financière (1997-2005)*, rapport final. Tunis : ACC, 2009.
- ADB (2008), Private Equity Fund Operations, Asian Development Bank Evaluation Study.
- AFD (2010), “Evaluation rétrospective du Projet « Création d’un fonds de garantie de sortie de crise »”, AFD, manuscrit.
- AFD (2012), “Financing energy efficiency through financial intermediary. Rationale, approach, and methodology. The experience of AFD”, AFD, manuscrit.
- Aghion, Philippe (2007), “Interaction Effects in the Relationship between Growth and Finance”, in X. Freixas *et al.* (Eds.), *European Financial Markets and Institutions*, Oxford: Oxford University Press.
- Akerlof, George A. (1970), “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanisms”, *The Quarterly Journal of Economics* 84(3), 488-450.
- Aleem, Irfan (1990), “Imperfect Information, Screening, and the Costs of Informal Lending: A Study of a Rural Credit Market in Pakistan”, *World Bank Economic Review* 4(3): 329-349.
- Allen, Franklin et Douglas Gale (1997), “Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing,” *Journal of Political Economy* 105(3): 523-546.
- Arcand, Jean-Louis., Enrico Berkes, et Ugo Panizza (2012), “Too much Finance”, Working Paper n°12/161, International Monetary Fund.
- Arraiz, Irani, Francisca Henriquez, et Rodolfo Stucchi (2011), “Impact of the Chilean Supplier Development Program on the Performance of SME and Their Large Firm Customers,” Working Paper, Inter-American Development Bank, Washington, DC.
- Ayyagari, Meghana, Thorsten Beck et Asli Demirguc-Kunt (2007), “Small and Medium Enterprises across the Globe”, *Small Business Economics*, 29(4): 415-434.
- Ayyagari, Meghana, Asli Demirguc-Kunt et Vojislav Maksimovic (2008), “How Important are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment”, *World Bank Economic Review*, 22(3): 483-516.
- Ayyagari, Meghana, Asli Demirguc-Kunt et Vojislav Maksimovic (2011a), “Small vs. Young Firms Across The World: Contribution To Employment, Job Creation, And Growth”, World Bank Policy Research Working Paper 5631, Washington, DC: The World Bank.
- Ayyagari, Meghana, Asli Demirguc-Kunt et Vojislav Maksimovic (2011b) “Do Phoenix miracles exist ? firm-level evidence from financial crises” Policy Research Working Paper 5799, Washington, DC: The World Bank.
- Ayyagari, Meghana, Asli Demirguc-Kunt et Vojislav Maksimovic (2012), “Financing of Firms in Developing Countries: Lessons from Research”, World Bank Policy Research Working Paper 6036, Washington, DC: The World Bank.

- Banerjee, Abhijit et Esther Duflo (2011), *Repenser la pauvreté*, Les livres du nouveau monde.
- Banerjee, Abhijit et Esther Duflo (2012), “Do Firms Want to Borrow More? Testing Credit Constraints Using a Directed Lending Program”, MIT Manuscript.
- Banque Africaine de Développement (2007), “Cinquième Ligne de Crédit à la Banque de Développement de l’Afrique de l’Est”, Département de l’évaluation des opérations.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt et Vojislav Maksimovic (2005), “Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?” *Journal of Finance* 60(1), 137-177.
- Beck, Thorsten., Leora Klapper, et Juan-Carlos Mendoza (2010), “The typology of partial credit guarantee funds around the world,” *Journal of Financial Stability*, 6:10-625.
- Bernstein, Shai, Lerner, Josh, Sørensen, Morten et Strömberg, Per (2010), “Private Equity and Industry Performance,” NBER Working Papers 15632.
- Bertoldi, Andreas, B. Cloete, J. King et P. Zille (2009), “An ex post evaluation of the 5th AFD credit line to the Development Bank of South Africa”, Hyde Park, South Africa: Genesis.
- Boocock, G., M.N.S. Shariff, (2005), “Measuring the effectiveness of credit guarantee schemes: evidence from Malaysia,” *International Small Business Journal* 23 (4): 427-454.
- Boot, Arnoud W A & Thakor, Anjan V, (1997a), “Banking Scope and Financial Innovation,” *Review of Financial Studies*, vol. 10(4), pages 1099-1131.
- Boot, Arnoud W A & Thakor, Anjan V, (1997b), “Financial System Architecture,” *Review of Financial Studies*, vol. 10(3), pages 693-733.
- Boucly, Q., Sraer, D. A. et Thesmar, D (2011), “Growth LBOs” *Journal of Financial Economics* 102, 432-453.
- Brander, James A., Du, Qianqian et Hellmann, Thomas (2010), “The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence,” NBER Working Papers 16521.
- Brown, Martin, T. Jappelli et M. Pagano (2009), “Information sharing and credit: Firm-level evidence from transition countries”, *Journal of Financial Intermediation* 18(2), 151-172.
- Bruhn, M. (2011), “License to Sell: The Effect of Business Registration Reform on Entrepreneurial Activity in Mexico”; *Review of Economics and Statistics* 93, 382-386.
- Bruhn, Miriam, et Bilal Zia. (2011), “Stimulating Managerial Capital in Emerging Markets—The Impact of Business and Financial Literacy for Young Entrepreneurs,” Policy Research Working Paper 5642, World Bank, Washington, DC.
- Burgess, Robin et Pande, Rohini, (2005), “Do Rural Banks Matter? Evidence from the Indian Social Banking Experiment,” *American Economic Review* 95(3), 780-795.
- Campos, F, A. Coville, A.M. Fernandes, M. Goldstein et D. McKenzie (2012), “Learning from the Experiments That Never Happened: Lessons from Trying to Conduct Randomized Evaluations of Matching Grant Programs in Africa”, World Bank Policy Research Working Paper 6296, Washington, DC: The World Bank.
- CDC (2011) Annual Report and Accounts <http://www.cdcgroup.com/uploads/cdcara20120529.pdf> et [http://www.cdcgroup.com/uploads/cdc\\_evaluation\\_methodology.pdf](http://www.cdcgroup.com/uploads/cdc_evaluation_methodology.pdf)

- Chemmanur, Thomas J., Krishnan, Karthik et Nandy, Debarshi K. (2011), “How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface”, *Review of Financial Studies* 24(12): 4037-4090.
- Cole, Shawn. (2009), “Fixing Market Failures or Fixing Elections? Agricultural Credit in India”, *American Economic Journal: Applied Economics*, 1(1): 219-250.
- Cole, Shawn, T. Sampson et B. Zia (2010), “Financial Literacy, Financial Decisions, and the Demand for Financial Services: Evidence from India and Indonesia”. Harvard Business School Working Paper 09-117.
- Coupey-Soubeyran, Jézabel (2010), *Monnaie, Banques, Finance*, PUF.
- Cowan, Kevin, Alejandro Drexler, Alvaro Yanez (2009), “The Effect of Credit Insurance on Liquidity Constraints and Default Rates: Evidence from a Governmental Intervention” Central Bank of Chile, Working Paper N°524.
- Cowling, M. (2010), “Economic Evaluation of the Small Firms Loan Guarantee (SFLG) Scheme”, BIS, Institute for Employment Studies, URN 10/512.
- CSES, (2012), “Evaluation of Member State Policies to Facilitate Access to Finance for SMEs” Report from the Center for Strategy and Evaluation Services, UK
- Cumming Douglas J. et MacIntosh, Jeffrey G. (2003), “Comparative Venture Capital Governance. Private versus Labour Sponsored Venture Capital Funds”, CESifo Working Paper Series 853.
- Da Rin, M. T.Hellmann, M.Puri (2011), “A survey of venture capital research”, NBER working paper 17523.
- Dalberg (2011), *Report on Support to SMEs in Developing Countries Through Financial Intermediaries*.
- Deaton, Angus (2010), “Instruments, Randomization, and Learning about Development”, *Journal of Economic Literature* 48(2): 424-455.
- De Janvry, Alain, C. McIntosh, et E. Sadoulet (2008), “The Supply- and Demand-Side Impacts of Credit Market Information,” San Diego, University of California–San Diego, manuscript.
- De Mel, Suresh, D. McKenzie, et C. Woodruff (2008a), “Are Women More Credit Constrained? Experimental Evidence on Gender and Microenterprise Returns.” *American Economic Journal: Applied Economics* 1(3): 1-32.
- De Mel, Suresh, D. McKenzie, et C. Woodruff (2008b), “Returns to Capital: Results from a Randomized Experiment.” *Quarterly Journal of Economics* 123 (4): 1329-1372.
- Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1996), “Stock Market Development and Financing Choices of Firms,” *World Bank Economic Review*, 10(2): 341-369.
- Dewatripont, M. and E. Maskin (1995), “Credit and efficiency in centralized and decentralized economies”, *Review of Economic Studies* 62: 541-555.
- DFID (2011), *Comparing Development Finance Institutions Literature Review*.
- Diamond, Douglas W. (1984), “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *The Review of Economic Studies* 51(3): 393-414.



- Djankov, Simeon, C. McLiesh et A. Shleifer (2007), "Private credit in 129 countries", *Journal of Financial Economics* 84(2): 299-329.
- Elias-Adebawale F. et L. Roderick (2012), Regulation of Private Equity in West Africa - Emerging trends, EMPEA.
- Engel, Dirk et Keilbach, Max (2007), "Firm-level implications of early stage venture capital investment - An empirical investigation," *Journal of Empirical Finance* 14(2): 150-167.
- European Bank for Reconstruction and Development (2007), "SME/MSE Lines of Credit – Belarus", Evaluation Department.
- Fafchamps Marcel (1994), "Industrial structure and microenterprises in Africa", *The Journal of Developing Areas* 29(1): 1-30.
- Fafchamps Marcel et Matthias Schüdeln (2011), "Local Financial Development and Firm Performance: Evidence from Morocco", CSAE Working Paper 2011-02.
- Ferro, Esteban, et J. Wilson (2011), "Foreign Aid and Business Bottlenecks: A Study of Aid Effectiveness", World Bank Policy Research Working Paper 5546, Washington, DC: The World Bank.
- FMO (2011), *Evaluation Report for 2010/2011*.
- Frankfurt School of Finance and Management (2012), "Ex post Evaluation of the Sustainable Energy and Energy Efficiency Intermediary Loan Programme in China", Final Report.
- Freund, Caroline, et D. Pierola (2012), "Export Superstars", World Bank Policy Research Working Paper 6222, Washington, DC: The World Bank.
- GIIN (Global Impact Investing Networks) (2011) "Impact-Based Incentives Structures: Aligning Fund Manager Compensation with Social and Environmental Performance" Issue Brief December
- Glachant, G. J.H. Lorenzi, P.Trainar, Private equity et capitalisme français, (2008), rapport pour le Conseil d'Analyse Economique, La Documentation française.
- Gompers P.A. et J. Lerner (1999), "What Drives Venture Capital Undraising?", Harvard Business School Working Paper, n° 99-079.
- Green, A., (2003), "Credit Guarantee Schemes for Small Enterprises: An Effective Instrument to Promote Private Sector-Led Growth?", SME Technical Working Paper 10, UNIDO.
- Haber, S. (2004), "Comment on How Foreign Participation and Market Concentration Impact Bank Spreads: Evidence from Latin America." *Journal of Money, Credit, and Banking* 36(2): 539-542
- Haber, S. (2005), "Mexico's Experiments with Bank Privatization and Liberalization, 1991-2003", *Journal of Banking and Finance* 29(8-9): 2325-2353.
- Haber, S. and N. Maurer (2007), "Related Lending, and Economic Performance: Evidence from Mexico" *The Journal of Economic History* 67(3): 551-581.
- Hancock, D., J. Peek, J. Wilcox (2008), "The Repercussions on Small Banks and Small Businesses of Bank Capital and Loan Guarantees", Federal Reserve Board, manuscript.
- Hassan, Abeer (2010) "An Explanatory Study of Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Egypt", *The Journal of Private Equity* 13(2): 55-66.

- De Henin, Jeanne et Aglaé Touchard (2011), “Rentabilité et développement à l’unisson”, in “Le capital-investissement contribue-t’il au développement de l’Afrique”, numéro spécial, *Secteur Privé et Développement*, 12, Proparco.
- Honohan, P., (2008), “Partial credit guarantees: Principles and practice”, *Journal of Financial Stability*, 6: 1-9.
- IDS (2012), Development Finance Institutions and Infrastructure: A Systematic Review of Evidence for Development Additionality. <http://www.dfid.gov.uk/r4d/pdf/outputs/systematicreviews/2012-IDS-PIDG-Review.pdf>
- IFC (2011) “The Impact of Private Equity in Emerging Markets: Achieving Business Results Through Sustainability Sustainability Case Study: Cogitel (Tunisia)”, IFC Washington DC
- Imbens, Guido W., et Jeffrey M. Wooldridge (2009), “Recent Developments in the Econometrics of Program Evaluation.” *Journal of Economic Literature* 47(1): 5-86.
- Jappelli, Tullio, et M. Pagano (2002), “Information sharing, lending and defaults: Cross-country evidence”, *Journal of Banking & Finance* 26(10), 2017-2045.
- Kaboski, Joseph P., and Robert M. Townsend (2011), “A Structural Evaluation of a Large-Scale Experimental Microfinance Initiative.” *Econometrica*, 79(5): 1357-1406
- Kang, J W et Heshmati, A (2008), “Effect of Credit Guarantee Policy on Survival and Performance of SMEs in Republic of Korea”, *Small Business Economics*, 31: 445-462.
- Karlan, Dean, et Jonathan Zinman (2010), “Expanding Credit Access: Using Randomized Supply Decisions to Estimate the Impacts.” *Review of Financial Studies* 23 (1): 433–64.
- Kerr, W. R., J. Lerner, et A. Schoar (2010), “The Consequences of Entrepreneurial Finance: A Regression Discontinuity Analysis.” Working Paper 10- 086, Harvard Business School, Cambridge, MA.
- KFW (2005), “Kazakhstan: Credit Line for SMEs”.
- KFW (2011a), “El Salvador: SMEs - Crédit Line for Environmental Loans via Cabej”.
- KFW (2011b), “Indonesia: Credit Line for Industrial Efficiency and Pollution Control Project – Phase II”.
- King, Robert G. et R. Levine (1993), “Finance and growth: Schumpeter might be right”, *Quarterly Journal of Economics* 108: 717-737.
- Klapper, Leora, L. Laeven et R. Rajan (2006), “Entry regulation as a barrier to entrepreneurship”, *Journal of Financial Economics* 82(3): 591-629.
- Klonowski, Darek (2011), “Private Equity in Emerging Markets: Stacking Up the BRICs”, *The Journal of Private Equity* 14 (3): 24-37.
- Kortum, Samuel et Lerner, Josh (2000), “Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation,” *RAND Journal of Economics* 31(4): 674-692.
- Koukoui O., Massuyeau, B. (2012), “Les garanties de risque de crédit – Faciliter l’accès au crédit des PME”, AFD, manuscrit.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes & G. Zamarripa (2003), “Related Lending,” *The Quarterly Journal of Economics* 118(1):231-268.

- Leland Hayne E., et Pyle, David H. (1977), “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, *The Journal of Finance* 32 (2): 371-387.
- Lelarge, C., D. Sraer, D. Thesmar, (2008), “Entrepreneurship and Credit Constraints – Evidence from a French Loan Guarantee Program”, INSEE Working Paper 2008/07.
- Lerner, J. et A.Schoar (2004), “Transaction structures in the developing world: Evidence from private equity”, NBER working paper 10348.
- Levine, Ross (2005), “Finance and growth: theory and evidence”, in P. Aghion and S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: North-Holland, pp. 866-934.
- Levitsky, J., (1997), “Credit guarantee schemes for SMEs – an international review”, *Small Enterprise Development*, 8(2): 4-17.
- Love, Inessa, et N. Mylenko (2003), “Credit Reporting and Financing Constraints”, World Bank Policy Research Working Paper 3142, Washington, DC: The World Bank.
- McKenzie, David (2010), “Impact Assessments In Finance And Private Sector Development: What Have We Learned And What Should We Learn?”, World Bank research observer, 25(2):209-233
- McKenzie, David (2011a), “How can we learn whether firm policies are working in Africa?” Policy Research Working Paper 5632, Washington, DC: The World Bank.
- McKenzie, David (2011b), “Beyond Baseline and Follow-up: The Case for More T in Experiments” ; Policy Research Working Paper 5639, Washington, DC : The World Bank.
- McKenzie, David et Christopher Woodruff (2008), “Experimental Evidence on Returns to Capital and Access to Finance in Mexico”, *World Bank Economic Review* 22(3): 457–82.
- Meyer, R.L., G. Nagarajan (1996), “Credit guarantee schemes for developing countries: theory, design and evaluation”, Paper prepared for Africa Bureau of USAID, Barents Group, Washington, DC.
- Nathan Associates – Emerging markets economies (2011), Literature review of development returns to DFIs investment in private enterprises, Manuscript, <http://www.dfid.gov.uk/Documents/development-returns-dfi-investment.pdf>
- Naudet, J-D. , S. Oktar (2012), “Méta-évaluation des projets « lignes de crédit »”, AFD, Série Evaluation et capitalisation N°46.
- Ndovie. (2010), “Malawi Business Environment Strengthening Technical Assistance Project (BESTAP) Impact Evaluation.” Presentation, Dakar.
- OECD (2008), “Facilitating access to finance – Discussion Paper on Credit Guarantee Schemes”, OECD, Paris.
- Popov, Alexander et Peter Roosenboom (2009), “On the Real Effects of Private Equity Investment - Evidence from New Business Creation”, Working Paper Series 1078, European Central Bank.
- Puri, Manju et Zarutskie, Rebecca (2008), “On the Lifecycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms,” NBER Working Papers 14250.
- Rajan, Rarurham, et uigi. Zingales (1998), “Financial dependence and growth”, *American Economic Review* 88, 559-587.

- Rajan, Rarurham et Luigi Zingales (2003), “The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century”, *Journal of Financial Economics* 69(1): 5-50.
- Ravallion, Martin (2009), “Should the Randomistas Rule?”, *The Economists’ Voice*, February 2009.
- Riding, A.L., G. Haines Jr (2001), “Loan guarantees: costs of default and benefits to small firms”, *Journal of Business Venturing*, 16(6): 595-612.
- Riding, A., J. Madill, G. Haines Jr., (2007), “Incrementality of SME loan guarantees”, *Small Business Economics* 29: 47-61.
- Ries, Alain (2007), “Quel usage pour les brêts bonifiés? Capitalisation sur le portefeuille de projets d’efficacité énergétique et d’énergies renouvelables du groupe AFD et du FFEM”, AFD Département de la recherché, Etude #4, Paris: AFD.
- Rodrik, Dani (2008), “The New Development Economics: We Shall Experiment, But How Shall We Learn?”, Manuscript, Harvard.
- Rousseau, P., et Wachtel, P. (2011), “What is happening to the impact of financial deepening on economic growth”, *Economic Inquiry* 49 (1), 276-288.
- Sahlman, W. (1990) The Structure and Governance of the Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics* 27, 473-521.
- Saldana, C.G. (2000), “Assessing the economic value of credit guarantees”, *Journal of Philippine Development* 27(1).
- Samila, Sampsa et Sorenson, Olav (2011), “Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth,” *The Review of Economics and Statistics* 93(1): 338-349.
- Tang, Meng-Chi et Yih-Luan Chyi (2008), “Legal Environments, Venture Capital, And Total Factor Productivity Growth Of Taiwanese Industry,” *Contemporary Economic Policy* 26(3): 468-481.
- Tybout, James (2010), “Manufacturing Firms in developing countries: How well do they don and why?”, *Journal of Economic Literature*, 38: 11-44.
- Ueda Masako et Masayuki (2003), “Venture Capital and Productivity”, Manuscript.
- Vogel, R.C., D.W. Adams (1997), “Costs and benefits of loan guarantee programs”, *The Financier*, 4(1/2): 22-29.
- Wilcox, J.A., Y. Yasuda (2008), “Do Government Loan Guarantees Lower, or Raise, Banks’ Non-Guaranteed Lending? Evidence from Japanese Banks, University of California, Berkeley, Manuscript.
- Wilton, D. (2012), Emerging Market Private Equity, its Growth and Differences with Private Equity in Developed Markets, in D. Klonowski (ed) *Private Equity in Emerging Markets : the New Frontiers of International Finance*, Palgrave-Macmillan.
- World Bank Independent Evaluation Group (2006), “World Bank Lending for Lines of Credit – An IEG Evaluation”, Washington DC.

Zecchini, S., M. Ventura (2008), “Public Credit Guarantees and SME Finance”, ISAE Working Paper No. 73, version révisée présentée à la conference “Partial Credit Guarantee Schemes – Experiences and Lessons”, Washington, DC, March 2008.