

Inversión extranjera de capital en microfinanzas

Equilibrar los beneficios sociales y los financieros

Introducción

Se está registrando un auge sin precedentes de las inversiones en microfinanzas. Durante los últimos cinco años, el volumen mundial de tales inversiones ha aumentado notablemente. Entre 2004 y 2006, el monto de la inversión de capital extranjero —incluyendo la realizada en forma de deuda y de participaciones de capital— se triplicó con creces, ascendiendo a US\$4.000 millones.

La entrada de inversionistas privados es el cambio más notable en el mercado de la inversión en microfinanzas. Cada mes entran en escena nuevos actores. Solamente en los tres últimos años se han establecido 40 fondos especializados en inversión en microfinanzas. Tanto los inversionistas individuales como los institucionales —tales como bancos internacionales, bancos de inversión, fondos de pensiones y fondos privados de inversión en acciones— están buscando los medios de canalizar capital a las microfinanzas y se están introduciendo técnicas bancarias de inversión para crear otros vehículos de inversión posibles que atraigan a una gama cada vez más amplia de inversionistas.

Esta nueva corriente de inversión es una buena noticia para los proveedores de microfinanzas. Las microfinanzas necesitan un mercado de capital más amplio a fin de conseguir el financiamiento necesario para ampliar su alcance y prestar servicios a un número mayor de personas de ingreso bajo y excluidas del ámbito financiero.

Resulta tentador considerar que este auge de la inversión sea un signo de la entrada de inversionistas comerciales normales que tratan de elevar al máximo rendimientos ajustados en función del riesgo. “Los

fondos de protección, el capitalista de riesgo y otros grandes inversionistas ven un enorme potencial de beneficios en préstamos pequeños” se lee en los titulares de un número reciente de *Business Week*. Sin embargo, la realidad es que, hasta ahora, la mayor parte de la inversión privada en microfinanzas procede de inversionistas que, además de motivaciones financieras, mantienen una orientación social. Las microfinanzas son una propuesta muy atractiva para un segmento cada vez mayor de inversionistas socialmente responsables (ISR). El mercado de los ISR es enorme, ya que sus activos superan los US\$4 billones. La proporción correspondiente a los mercados emergentes es inferior, de US\$5.000 millones, pero está creciendo rápidamente. El número de los ISR abarca un amplio espectro de inversionistas con diferentes expectativas, desde los dispuestos a recibir ingresos inferiores a los del mercado hasta los que buscan beneficios competitivos en el ámbito de una finalidad social. Los ISR son atraídos por las instituciones microfinancieras (IMF), porque éstas son instituciones con una doble finalidad: tratar de conseguir un efecto social positivo y obtener beneficios financieros.

Dicho esto, cabe señalar que unos pocos de los inversionistas normales, que no tienen ninguna finalidad social especial, están empezando también a invertir en las IMF, si bien en una escala muy pequeña. Se plantea así una pregunta importante: ¿los inversionistas meramente comerciales que buscan el máximo rendimiento permitirán a las microfinanzas mantener la misión social que ha sido la clave de su éxito?

Este número de Enfoques se basa en investigaciones anteriores del CGAP sobre la inversión de capital extranjero, que se presentan en Ivatury y Reille (2004) e Ivatury y Abrams (2005).

- Se describe en él el nuevo paisaje de las inversiones transfronterizas y se presenta un panorama de quién invierte y por qué.
- Se ofrecen los primeros datos que se hayan publicado sobre el desempeño de los vehículos de inversión en microfinanzas (VIM).
- Se ofrece un análisis de las últimas novedades y de los problemas con que se enfrentan los mercados tanto de deuda como de capital accionario.
- Por último, se examina cómo la afluencia de inversiones del sector privado puede influir en el enfoque social del desarrollo microfinanciero.

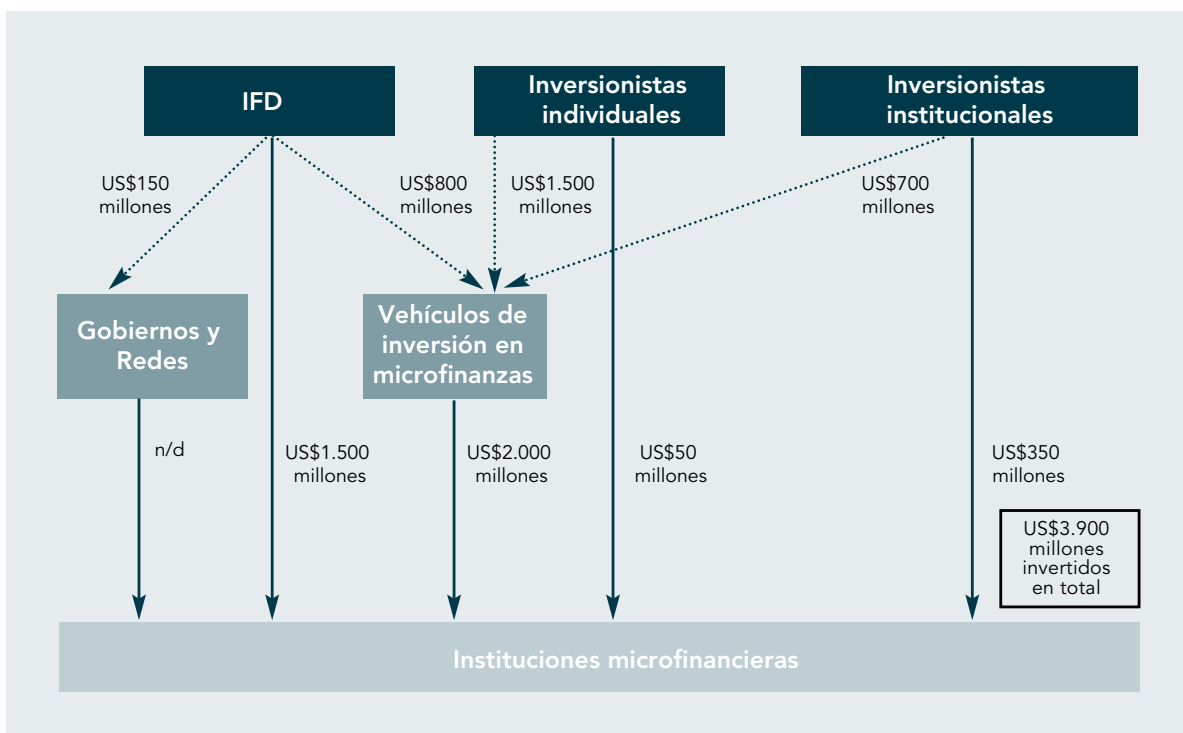
El paisaje de la inversión extranjera en las microfinanzas

Hay tres categorías principales de inversionistas en microfinanzas: los inversionistas públicos, conocidos también como instituciones internacionales o instituciones financieras de desarrollo (IFD); los inversionistas individuales, por cuenta propia o de alto patrimonio neto, y los inversionistas institucionales. Véase el Gráfico 1.

Renta fija: Rendimiento del mercado monetario. El rendimiento neto medio de los fondos de renta fija es parecido al del mercado monetario: 5,8% en dólares estadounidenses y 3,2% en euros. —Encuesta del CGAP, 2006

Acciones: Demasiado pronto para juzgar. La participación accionaria en las microfinanzas está aumentando y las valoraciones de las IMF mejoran, pero es demasiado pronto para valorar el rendimiento neto medio de los fondos de inversión en acciones en las microfinanzas. —Encuesta del CGAP

Gráfico 1: Paisaje de la inversión extranjera en microfinanzas



Fuente: Encuesta del CGAP, 2006.

Inversionistas públicos

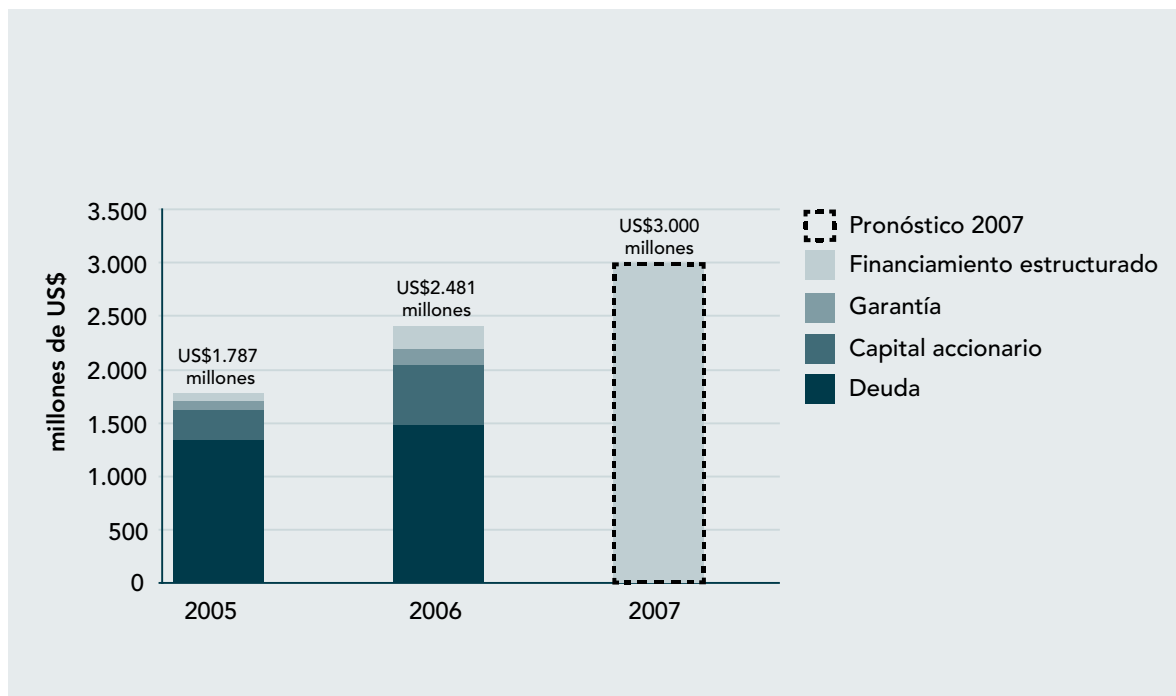
Las IFD —instrumentos de inversión en el sector privado de instituciones de desarrollo de propiedad gubernamental— proporcionan hoy algo más de la mitad del total de la inversión extranjera en microfinanzas¹. Hay 19 IFD, entre las que figuran organizaciones multilaterales, como el BERD, el BID y la CFI, y organizaciones bilaterales, como AECI-ICO (España), KfW (Alemania) y OPIC (Estados Unidos).

Las IFD invierten en microfinanzas como parte de su misión oficial de apoyar el desarrollo sostenible del sector privado en países en desarrollo. La mayoría de ellas comenzaron a financiar microfinanzas a fines de la década de 1990, continuando las donaciones con las que los organismos donantes financiaban las microfinanzas desde la década de 1970. Las IFD aportaron un enfoque más comercial a la industria, proporcionando préstamos cuasicomerciales, participaciones de capital y garantías a las IMF capaces de ampliación y de tener rentabilidad.

Las IFD han duplicado con creces sus inversiones en microfinanzas durante los dos últimos años, las cuales han aumentado de US\$1.000 millones en 2004 a US\$2.500 millones al final de diciembre de 2006 (CGAP, encuesta sobre las IFD, 2006). Parece continuar esta tendencia. Sólo entre 2005 y 2006, las inversiones de las IFD aumentaron un 37% y se esperaba que superaran los US\$3.000 millones al final de 2007. Cinco IFD realizan el 72% de todas las inversiones relacionadas con estas instituciones: la alemana KfW (29%), el BERD (13%), la CFI (12%), la española AECI-ICO (11%) y la holandesa FMO (7%). Véase el Gráfico 2.

La función oficial de las IFD es fomentar la inversión privada en países en desarrollo. En los primeros años de su intervención, las IFD desempeñaron una función importante como financiadoras de las principales IMF actuales. Asumieron riesgos financieros en una época en que las microfinanzas eran un sector poco comprobado y los financiadores privados no tenían muchos deseos de participar en ellas. Ahora que estas IMF han demostrado su viabilidad comercial,

Gráfico 2: Crecimiento de las inversiones de las IFD en microfinanzas desde 2004



Fuente: CGAP, Cartera de Microfinanzas de las IFD (2006).

¹ La inversión de las IFD en este estudio incluye solamente las inversiones públicas en IMF administradas privadamente. No incluye las líneas de crédito bilaterales o multilaterales ni las donaciones a los gobiernos de países en desarrollo para proyectos de microfinanzas.

los inversionistas privados están deseando en muchos casos proporcionar capital. Los inversionistas públicos no siempre han abandonado los mercados comercialmente más viables respondiendo rápidamente al deseo creciente de los inversionistas privados. Por el contrario, ha habido una competencia y, en algunos casos, un desplazamiento de los inversionistas privados, al ofrecer las IFD tasas de interés más bajas y condiciones más flexibles.

Inversionistas individuales

Los inversionistas individuales “por cuenta propia” y socialmente motivados desempeñan una función importante, aunque no se reconozca en muchos casos, en el financiamiento de las microfinanzas. Oikocredit, sociedad cooperativa holandesa establecida en 1975 por el Consejo Mundial de Iglesias, fue una de las primeras organizaciones en recaudar inversiones por cuenta propia para las microfinanzas. Cuenta con más de 27.000 miembros de sus redes de base social y religiosa. Otros fondos de inversión en microfinanzas que obtienen capital de personas privadas son la Fundación Calvert en los Estados Unidos y los fondos mutuos especializados registrados en Europa, como Dexia Microcredit, responsAbility y Triodos Fair Share Fund. Más del 80% de los inversionistas privados de estos fondos residen en Europa, principalmente en Holanda, Suiza, y Alemania.

En los últimos años, inversionistas individuales con un alto patrimonio neto han comenzado a participar en las inversiones en microfinanzas como empresas filantrópicas. Se trata normalmente de empresarios con éxito que tratan de hacer un buen uso tanto de su dinero como de sus capacidades empresariales para contribuir a la ampliación de las microfinanzas. Ejemplos de ellos son Pierre Omidyar, fundador de eBay, que donó US\$100 millones a la Universidad de Tufts para crear el Fondo de Microfinanzas Omidyar-Tufts, y Bob Patillo, el empresario inmobiliario que fundó el Fondo Gray Ghost. La Fundación Grameen ha recaudado compromisos de garantía por más de US\$30 millones de nueve inversionistas individuales acaudalados, lo que ha permitido movilizar directamente US\$112 millones de fondos en moneda local para las IMF.

Hoy en día pueden participar también más personas en la inversión en microfinanzas por medio de iniciativas en línea de garantías solidarias, tales como Kiva. Kiva permite a las IMF obtener directamente capital en préstamo sin intereses de inversionistas sociales por medio de Internet. Los inversionistas de Kiva financian a microempresarios que ellos eligen y reciben periódicamente informes actualizados sobre sus proyectos. Desde que comenzó en octubre de 2005, más de 50 IMF de 30 países han obtenido préstamos de más de 180.000 inversionistas sociales individuales por medio de Kiva.org.

Están apareciendo otras organizaciones de inversión en línea, como MicroPlace y Globe Funder. MicroPlace es el primer intermediario inscrito en la Comisión de Bolsa y Valores que se ha especializado en valores de microfinanzas para inversionistas particulares en los Estados Unidos. A diferencia de Kiva, este fondo proporciona algunos beneficios a los inversionistas. Estos modelos de negocios aprovechan tanto la creciente participación en comunidades sociales en línea como el deseo de las personas de marcar una diferencia. El Procredit Bank de Alemania proyecta también recaudar capital en línea para sus bancos afiliados de microfinanzas.

Inversionistas institucionales

En los dos últimos años, los inversionistas institucionales, entre los que figuran bancos internacionales, fondos de pensiones y compañías de seguros, han empezado a interesarse mucho en las inversiones en microfinanzas. Muchos de ellos responden así a una notable demanda de clientes particulares para la realización de inversiones en este sector.

Los primeros inversionistas institucionales en microfinanzas fueron los bancos internacionales, que inicialmente actuaban por medio de sus departamentos filantrópicos. El Deutsche Bank fue el primer banco comercial en establecer un fondo para las IMF en 1998 por medio de su rama filantrópica, la Deutsche Bank Americas Foundation. Hoy en día, la prestación de servicios mayoristas a las IMF, en forma de préstamos, garantías y asistencia técnica, es la forma más difundida de intervención de los bancos internacionales en las microfinanzas. La concesión

de préstamos de bancos internacionales a las IMF ascendió a casi US\$550 millones en 2006, lo que representa un incremento de US\$100 millones con respecto a 2005 (ING 2006).

Los bancos internacionales han desempeñado una función importante en la introducción de técnicas de financiamiento oficial en las IMF. En 2005, el Citigroup estableció un grupo de microfinanzas que estimuló la innovación financiera para el financiamiento en monedas locales. Por ejemplo, organizó la primera asignación privada de bonos de IMF para Mibanco en Perú y las primeras emisiones de bonos en moneda local de calidad de inversión para las IMF con Compartamos en México. Organizó también la titularización innovadora de BRAC en Bangladesh e invirtió en ella, y estructuró la formación de un consorcio de préstamo en moneda nacional para ProCredit Bank en Rumania. El Citigroup actúa como institución bancaria para varios fondos de microfinanzas a los que proporciona servicios de agencia y de cobertura cambiaria.

Los grandes bancos mundiales de inversión constituyen la segunda oleada de inversionistas institucionales. Ofrecen a las IMF servicios bancarios de inversión y servicios de distribución de fondos y actúan como intermediarios entre los emisores de valores y la comunidad de inversionistas. Credit Suisse, por ejemplo, distribuye el fondo responsAbility Global Microfinance Fund. Morgan Stanley organizó y distribuyó las ofertas de bonos de Blue Orchard BOLD I y II y está creando ahora una unidad comercial para ofrecer toda la gama de servicios bancarios de inversión a la industria microfinanciera.

Las compañías de seguros y fondos de pensiones mundiales están empezando también a considerar la inversión en microfinanzas como parte de su cartera de inversiones socialmente responsables. Los fondos socialmente responsables administrados por compañías de seguros, como Morley en el Reino Unido y AXA en Francia, han hecho pequeñas inversiones en microfinanzas. Algunos de los mayores fondos de

pensiones, como TIAA-CREF en los Estados Unidos, han hecho una asignación más importante (de hasta US\$100 millones) a las microfinanzas².

Los últimos inversionistas que han sido atraídos a las IMF de alto crecimiento son los inversionistas en forma de participación accionaria privados que centran su atención en los mercados emergentes. Unos pocos, como Sequoia, Blackstone Group, Carlyle Group y Legatum, con sede en Dubai, han hecho, cada uno de ellos, inversiones de US\$20 millones a US\$40 millones en IMF altamente rentables en los mercados microfinancieros más desarrollados, como México e India. Esos inversionistas se han centrado en un reducido mercado especializado de IMF de alto crecimiento que puede ofrecerles rendimientos comerciales competitivos.

El interés de grupos bancarios mundiales, como Citigroup, Morgan Stanley, Deutsche Bank, ABN AMRO y Societé Générale, así como de inversionistas de capital accionario privados, demuestra la credibilidad creciente de las microfinanzas como propuesta atractiva de inversión³.

Desempeño del vehículo de inversión en microfinanzas

Aproximadamente la mitad de todas las inversiones en microfinanzas realizadas por las IFD, inversionistas individuales e instituciones se canaliza a través de intermediarios financieros especializados. Estos vehículos de inversión en microfinanzas (VIM) incluyen una variada gama de organizaciones en lo que respecta a su origen, base de inversionistas, principios, instrumentos y tasas de rendimiento proyectadas⁴.

El número y el tamaño de los VIM han crecido exponencialmente. Funcionan actualmente más de 80 VIM que administran US\$3.000 millones. Los niveles de inversión de los VIM se han duplicado entre 2005 y 2006, alcanzando los US\$2.000 millones en 2006.

2 TIAA-CREF creó un Programa mundial de inversiones en microfinanzas por valor de US\$100 millones dentro de su asignación para ISR; su primera inversión es una participación de capital privado de US\$43 millones en ProCredit Holding AG

3 También los bancos nacionales están entrando agresivamente en las microfinanzas. Más de 300 bancos locales de servicios múltiples proporcionan préstamos y servicios bancarios a IMF actuales u ofrecen servicios de microfinanzas a clientes de ingreso bajo.

4 La mayoría de los VIM son empresas privadas (69%), a las que siguen organizaciones o fundaciones sin fines de lucro o no gubernamentales (15%) y cooperativas (8%); otro 8% son instituciones que no constituyen una entidad legal separada (Encuesta sobre VIM, 2005).

Los inversionistas individuales y las fundaciones fueron los primeros en apoyar los VIM y continúan aportando la mayor parte de su financiamiento, con un 50%. También las IFD participaron desde el comienzo y dieron lugar al inicio de varios VIM, tales como el fondo de inversión en acciones ProFund. Sin embargo, su participación en el financiamiento de los VIM ha disminuido del 36% en 2005 al 30% en 2006. Los inversionistas institucionales los están alcanzando rápidamente, ya que durante los dos últimos años su parte en las inversiones se ha duplicado, ascendiendo al 20%.

Los 10 mayores VIM totalizan el 67% de las inversiones de los VIM. (Véase el Gráfico 3). Los mayores VIM representan una mezcla de tipos de VIM. ProCredit, sociedad de cartera alemana que invierte en bancos microfinancieros totalmente nuevos, es actualmente el mayor VIM, seguido de Oikocredit. El European Fund for South East Europe (EFSE), establecido por inversionistas públicos para invertir en Europa oriental, ha crecido con extremada rapidez, llegando a convertirse en el tercer mayor VIM. Sin embargo, están cobrando una importancia cada vez mayor otros fondos más orientados comercialmente, como

Dexia Microcredit Fund y responsAbility Global Microfinance Fund, así como los vehículos financieros estructurados (que se describen más adelante).

Hasta ahora se ha sabido poco sobre el desempeño de los VIM. Sin embargo, en 2007, el CGAP, con el apoyo técnico de Symbiotics (empresa de investigación y consultorías con sede en Suiza), realizó una encuesta de mercado como primer paso para mejorar la transparencia de los VIM⁵. Participaron en la encuesta del CGAP 40 de los principales VIM, que representaban el 86% de la inversión total de la industria, los cuales facilitaron (con carácter voluntario y confidencial) datos sobre desempeño y estados financieros auditados correspondientes al final de año de diciembre de 2006⁶.

Para permitir una comparación significativa de los resultados, el CGAP organizó los VIM en seis categorías o "grupos de afinidad" basándose en sus modelos de negocios, su orientación comercial y sus instrumentos financieros. Todos los VIM comparten en cierta medida una orientación social y de desarrollo. Los grupos de afinidad son los siguientes:

Gráfico 3: Los 10 mayores VIM



Fuente: CGAP, encuesta sobre VIM, 2006.

⁵ Esta investigación, que se realizó durante el verano de 2007, se basó en las directrices sobre publicación de información de los VIM, marco para la publicación de información de la industria basado en buenas prácticas de presentación de informes de los fondos de inversión.

⁶ Se reclasificó esta información con arreglo a las directrices del CGAP sobre publicación de información de los VIM, que ofrecen un marco normalizado para la presentación de informes.

1. **Fondos mutuos registrados**, destinados principalmente a inversionistas por cuenta propia que tratan de obtener de una inversión, principalmente de **renta fija**, un rendimiento próximo al del mercado monetario.
2. **Fondos de inversión comerciales de renta fija**, destinados a inversionistas institucionales, públicos y privados, y que tratan de obtener casi un rendimiento de mercado.
3. **Vehículos financieros estructurados**, que ofrecen a los inversionistas en microfinanzas diversos valores garantizados con activos, con diferentes perfiles de riesgo y rendimiento.
4. **Fondos de valor mixto**, que ofrecen rendimientos inferiores a los del mercado a inversionistas orientados socialmente y proporcionan a las IMF una combinación de **financiamiento en forma de deuda y de participaciones de capital**.
5. **Compañías de cartera de bancos de microfinanzas**, que proporcionan principalmente financiamiento en forma de **participaciones de capital** y asistencia técnica a bancos de microfinanzas en sus comienzos.
6. **Fondos privados de inversión en acciones**, que tratan de obtener un rendimiento de mercado.

(Véase el Cuadro 1 y la lista de VIM participantes en el Anexo 2).

Cuadro 1: Grupos de afinidad de VIM*

	Renta fija			Mixto	Capital accionario	
	Fondos mutuos registrados	Fondos de inversión comerciales	Vehículos financieros estructurados	Fondos de valor mixto	Compañías de cartera	Fondos privados de inversión en acciones
Número de fondos examinados	6	5	4	7	4	6
Activos totales (millones de US\$)	391	437	279	146	62	84
Inversiones totales en microfinanzas (millones de US\$)	293	280	268	111	44	70
Capital accionario en porcentaje de la cartera de microfinanzas	6%	1%	0%	28%	93%	76%
Deuda en porcentaje de la cartera de microfinanzas	93%	93%	100%	67%	7%	24%
Tamaño medio del fondo (millones de US\$)	65,1	87,2	69,7	21	15,5	14
Rendimiento en US\$	5,80%	4,8% (euro)	5,3% (AA)	1,5%	ND	ND
Estructura media de gastos totales **	2,7%	2,0%	1,3%	6,1%	8,4%	4,1%

* Por falta de datos, modelo de negocios, tamaño o historial, fue imposible categorizar e incluir en uno de los seis grupos de afinidad a los ocho VIM siguientes: Oikocredit, Calvert Social Investment Foundation, Finethic Microfinance SCA SICAR, responsAbility SICAV Microfinance Leaders Fund, Fondo Gray Ghost, Unitus, ProCredit Holding y BBA Codespa Microfinanzas.

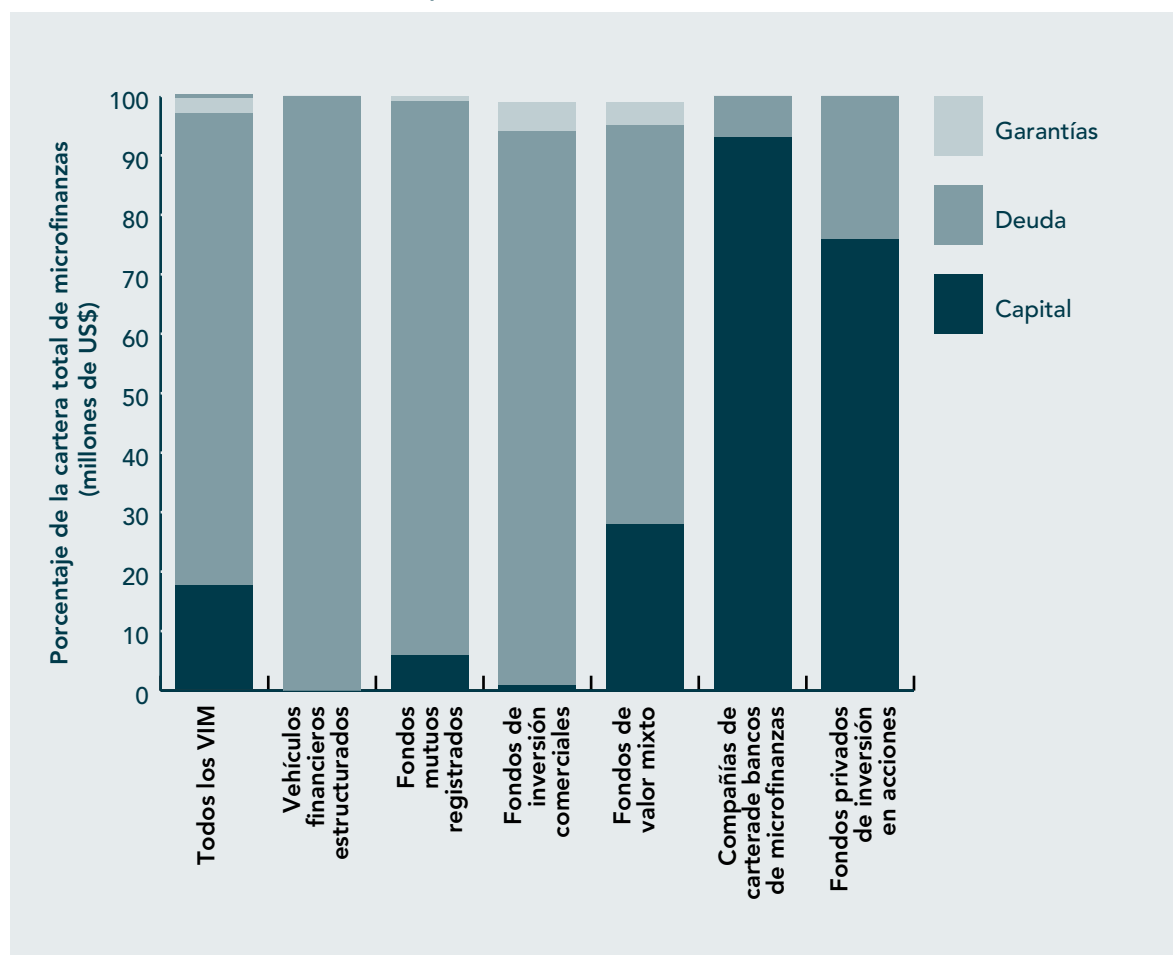
**La estructura media de gastos totales incluye las comisiones de gestión, la administración y los costos de custodia.

Fuente: CGAP VIM Benchmark Project

Fondos mutuos de renta fija registrados. Estos fondos están registrados en dos países (Luxemburgo y Holanda) que tienen regímenes fiscales atractivos y una legislación favorable sobre fondos mutuos para valores no cotizables en bolsa⁷. Los VIM de esta categoría son grandes (US\$65 millones en activos, por término medio) y crecen rápidamente, ya que algunos fondos duplican su tamaño cada año. Están distribuidos en redes bancarias, como Credit Suisse o Dexia, y se ofrecen tanto a inversionistas institucionales como por cuenta propia a modo de asignación privada⁸. Los inversionistas reciben

rendimientos cercanos a los del mercado monetario —5,8% en dólares estadounidenses o 3,2% en euros en 2006— y se les permite generalmente rescatar sus inversiones mensualmente. Estos fondos invierten en la deuda prioritaria⁹ de las IMF, pero también pueden hacer grandes inversiones en otros VIM. Este grupo cumple estrictos reglamentos de publicación de información y tiene el sistema de presentación de informes más fiable y normalizado de los VIM. Blue Orchard y responsAbility son las principales empresas de gestión de fondos de este grupo.

Gráfico 4: Distribución de los activos por instrumento



7 La legislación europea sobre Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) permite invertir fondos mutuos en valores no cotizables en bolsa ni clasificados.

8 Los fondos mutuos registrados en Luxemburgo están autorizados a vender al público solamente en Luxemburgo. El fondo Global responsAbility está autorizado por la autoridad del mercado de Suiza a vender al público en Suiza.

9 Deuda prioritaria es aquella que tiene prioridad para su reembolso sobre otras clases de deuda.

Fondos mutuos registrados

Tamaño medio del activo: US\$65 millones
 Edad media: 4 años
 Tamaño medio de las operaciones: US\$1 millón
 Instrumentos principales: 93% deuda
 Enfoque geográfico: 77% América Latina y el Caribe y Europa oriental y Asia central
 Principales subscriptores: 59% inversionistas individuales, 32% inversionistas institucionales

Fondos de inversión comerciales de renta fija.

Este grupo está integrado por fondos orientados comercialmente que proporcionan deuda prioritaria a IMF de alto crecimiento. Los suscriben principalmente inversionistas de alto patrimonio neto e institucionales y no están regulados ni supervisados por las autoridades del mercado de capitales¹⁰. Se incluyen entre ellos fondos de deuda, como Microvest en los Estados Unidos, y fondos estructurados, como Global Microfinance Consortium. Este grupo es uno de los que tiene más alto coeficiente de endeudamiento, ya que la deuda externa representa el 30% de los activos. Los VIM de este grupo tienden a hacer grandes inversiones (tres veces más que el promedio de los fondos mutuos) y, como consecuencia de ello, tienen bajas estructuras de costos de operaciones. El rendimiento neto medio en euros para este grupo es del 4,8%, porcentaje superior al de los fondos mutuos, si bien su historial sigue siendo demasiado corto (menos de dos años) para poder hacer comparaciones significativas.

Fondos comerciales de renta fija

Tamaño medio del activo: US\$87 millones
 Edad media: 1,4 años
 Tamaño medio de las operaciones: US\$2,5 millones
 Instrumentos principales: 93% deuda
 Enfoque geográfico: 96% América Latina y el Caribe y Europa oriental y Asia central
 Principales subscriptores: 48% inversionistas individuales y fundaciones, 44% inversionistas institucionales

Vehículos financieros estructurados. Los vehículos financieros estructurados representan una de las formas más nuevas de financiamiento en las microfinanzas. La mayoría de ellos reúnen y reformulan activos de crédito de microfinanzas como valores negociables. La mayoría de los vehículos financieros estructurados son obligaciones de deuda garantizadas (ODG)¹¹.

La primera ODG oficial¹², Blue Orchard Microfinance Securities I (BOMS), fue estructurada en 2004–2005 por Blue Orchard en colaboración con OPIC y Developing World Markets (compañía privada estadounidense establecida por profesionales bancarios de mercados emergentes). Catorce IMF recibieron préstamos con un vencimiento a siete años y se ofrecieron a los inversionistas cinco clases de riesgo con el mismo vencimiento¹³. Desde entonces, se han estructurado siete ODG y se han emitido valores de microfinanzas por un monto de más de US\$525 millones (véanse los detalles en el Anexo 2).

Vehículos financieros estructurados

Tamaño medio del activo: US\$70 millones
 Edad media: 0,8 años
 Tamaño medio de las operaciones: US\$4,1 millones
 Instrumentos principales: 100% deuda
 Enfoque geográfico: 93% América Latina y el Caribe y Europa oriental y Asia central
 Principales subscriptores: 61% inversionistas institucionales, 27% IFD

Cuatro ODG participaron en la encuesta del CGAP. Los vehículos se invierten en las principales IMF de sólo dos regiones: América Latina y el Caribe y Europa oriental y Asia central. Este grupo proporciona a las IMF préstamos mayores (tres veces el promedio de los VIM) y vencimientos más prolongados (una vez y media el promedio de los VIM).

10 Con la excepción del EFSE, que está registrado como sociedad de inversiones con número variable de acciones y está regulado por el CSSF, autoridad del mercado de Luxemburgo.

11 Las ODG de microfinanzas (conocidas también como obligaciones de préstamo garantizadas) son fondos que reúnen y reformulan préstamos a IMF y dividen el riesgo de crédito entre diferentes tramos según el riesgo y el rendimiento relativos: tramos de deuda prioritaria, tramos mezzanine y tramos de participaciones de capital. Los reembolsos a los inversionistas siguen una estructura de "cascada". Se paga primero a los tenedores de tramos prioritarios, después a los de tramos mezzanine y, por último, a los de tramos no prioritarios. De esta forma, los tenedores de tramos prioritarios reciben los rendimientos más bajos debido a la elevada certidumbre del pago. Los inversionistas de capital accionario reciben el pago al vencimiento sólo si queda efectivo después de que se ha pagado a los demás inversionistas. Las ODG son un importante vehículo de financiamiento de inversiones de cartera en activos de renta fija y con riesgo de crédito.

12 El Latin American Challenge Investment Fund, establecido en 1999, fue el primer fondo estructurado de microfinanzas que proporcionó varios "tramos de riesgo" a inversores con una estructura en cascada.

13 Una principal, tres subordinadas y una clase de capital accionario.

La estructura de costos totales es relativamente baja en comparación con otros fondos (la mitad), debido a que las operaciones son grandes y no se gestiona activamente la cartera. No obstante, es caro el establecimiento de las ODG, ya que implica costosos procesos de debida diligencia y comisiones legales, cuyo precio no siempre se incluye en todo su costo.

Debido a las evaluaciones de sus créditos y a la buena cobertura del riesgo de incumplimiento, los tramos prioritarios de los vehículos financieros estructurados ofrecen las oportunidades de inversión más viables a los inversionistas comerciales. Los dos tramos prioritarios de BOLD 2, por ejemplo, fueron calificados como AA y BBB por Standard & Poor's, y se ofrecían a inversionistas privados a una prima de hasta 40 puntos básicos y 95 puntos básicos, respectivamente.

Hasta ahora los tramos no prioritarios y de participaciones de capital han sido comprados por inversionistas públicos y VIM¹⁴. Los tramos subordinados representan atractivas oportunidades de inversión para inversionistas bien informados, ya que en 2006 alcanzaron un rendimiento medio en dólares estadounidenses cercano al 8%.

Fondos de renta fija de valor mixto y de inversión en acciones. Entre los fondos de renta fija de valor mixto y de **inversión en acciones** se incluyen fondos establecidos desde hace tiempo, como Triodos Doen Foundation, y fondos más recientes, como Micro-Credit Enterprises. Los fondos de valor mixto son los más condicionados por su finalidad y ofrecen una combinación de rendimientos sociales y financieros, si bien los beneficios financieros proyectados suelen ser inferiores a las tasas de mercado. Su rendimiento medio es del 1,5%. El 85% de las inversiones proceden de inversionistas individuales, fundaciones y ONG. Estos VIM realizan importantes inversiones en regiones con pocos servicios, como África y Asia oriental, y tienden a invertir en IMF de tamaño pequeño y mediano. No es, pues, sorprendente que esta categoría tenga una de las más altas estructuras de costos totales de los fondos de préstamo debido al pequeño tamaño medio de las operaciones (un tercio del promedio de los VIM) y al costo elevado de

la debida diligencia y de las comisiones legales para operaciones tan pequeñas.

Fondos de inversión de valor mixto

Tamaño medio del activo: US\$20,8 millones
 Edad media: 10,4 años
 Tamaño medio de las operaciones: US\$0,6 millón
 Instrumentos principales: 67% deuda
 Enfoque geográfico: 39% América Latina y el Caribe y 26% África al sur del Sahara, y 17% Asia
 Principales subscriptores: 85% inversionistas individuales y fundaciones

Compañías de cartera de bancos de microfinanzas.

Figuran en este grupo compañías de cartera de bancos de microfinanzas establecidas por las principales compañías consultoras de microfinanzas e IFD. Proporcionan financiamiento en forma de participaciones de capital para nuevos bancos de microfinanzas en sus comienzos que reproducen el modelo exitoso elaborado por ProCredit Holding¹⁵. Con la excepción de ProCredit¹⁶, el historial de las compañías de cartera es demasiado corto para evaluar su desempeño. Las compañías de cartera reciben la parte mayor de la inversión pública y se benefician de subsidios públicos adicionales por medio de asistencia técnica facilitada por IFD. Este grupo actúa generalmente como el instrumento de inversión de las IFD con el fin de crear nuevas IMF en mercados con pocos servicios. En conjunto, tienen una cartera de más de 25 nuevos bancos de microfinanzas en mercados nuevos, como el Congo, Yemen y Argelia. Este grupo tiene la parte más elevada de las inversiones en el África al sur del Sahara (31%).

Compañías de cartera

Tamaño medio del activo: US\$15,5 millones
 Edad media: 2,3 años
 Tamaño medio de las operaciones: US\$1,8 millones
 Instrumentos principales: 93% acciones
 Enfoque geográfico: 48% Europa oriental y Asia central y 31% África al sur del Sahara
 Principales subscriptores: 63% IFD, 30% inversionistas institucionales

Fondos de inversión en acciones. Se incluyen en este grupo empresas de participación en el capital social y compañías de capital de riesgo que ofrecen

¹⁴ El grupo de los vehículos financieros estructurados es el que recibe más financiamiento de otros VIM.

¹⁵ ProCredit Holding es una sociedad de bancos de microfinanzas, no participó en la encuesta del CGAP.

¹⁶ No incluida en los resultados del grupo de afinidad.

una combinación de acciones y deuda convertible a IMF de alto crecimiento en mercados emergentes. Los VIM de esta categoría incluyen fondos de capital de riesgo de primera generación (establecidos por IFD o redes, como ACCION) y fondos de inversión en acciones de segunda generación con un enfoque más comercial o regional, y que tienen financiadores privados (por ejemplo, Bellwether en la India). Este grupo de VIM es el que más participa en las inversiones en Asia, y tiene grandes compromisos en África al sur del Sahara. Aunque las IFD son las principales inversionistas en fondos de inversión en acciones, su proporción está disminuyendo a medida que inversionistas institucionales privados, extranjeros y locales, incrementan sus compromisos. Este grupo de afinidad tiene el menor tamaño de activos, pero la más alta tasa de crecimiento. Los resultados son difíciles de analizar debido a las diferentes prácticas contables utilizadas, sobre todo los principios de valoración de la cartera. A causa de la falta de datos históricos, tampoco hay pruebas suficientes para elaborar puntos de referencia pertinentes del desempeño. Resulta cara la administración de los fondos privados de inversión en acciones, ya que la estructura de gastos totales varía del 3% al 6% y es similar a la de los fondos de valor mixto.

Fondos privados de inversión en acciones

Tamaño medio del activo: US\$14 millones

Edad media: 2,7 años

Tamaño medio de las operaciones: US\$1,5 millones

Instrumentos principales: 76% acciones

Enfoque geográfico: 39% América Latina y el Caribe y 27% África al sur del Sahara

Principales subscriptores: 47% IFD, 32% inversionistas institucionales

Tendencias y problemas recientes en el financiamiento en forma de deuda y de participaciones de capital

Renta fija: De un mercado de vendedores a un mercado de compradores¹⁷

Para las principales IMF, la disponibilidad de crédito es abundante y cada vez mayor. Son cada vez más

los prestamistas, tanto extranjeros como locales, que entran cada año en el mercado.

La inversión de renta fija —el suministro de productos basados en la deuda— ha sido hasta ahora el fundamento de las inversiones en microfinanzas. La deuda representa el 78% de toda la inversión de los VIM. Sólo en 2006, los inversionistas extranjeros prestaron un total de US\$1.000 millones. Sin embargo, es relativamente pequeño el número de IMF que buscan financiamiento mediante créditos comerciales y que pueden afrontar su servicio, por lo que la mayor parte de la deuda se concentra en las 150 mayores IMF.

Las perspectivas para las inversiones de renta fija parecen menos alcistas que hace unos pocos años. El nivel de endeudamiento relativo al capital —la relación del endeudamiento a largo plazo al capital total— ha aumentado notablemente. Como la relación deuda-capital media es ahora de 7 a 1 para las grandes IMF¹⁸, la continuación del endeudamiento se verá limitada por las disponibilidades de capital y por una gestión financiera prudente. Además, la mayor parte de la deuda extranjera está denominada en divisa fuerte. A medida que los gestores de las IMF toman conciencia de los riesgos del endeudamiento en divisa fuerte, así como de los costos y de la dificultad de protegerse de esos riesgos, es posible que disminuya el deseo de incrementar el endeudamiento en divisa fuerte y que el riesgo cambiario afecte cada vez más a los inversionistas.

La competencia por los buenos créditos se está agudizando con la entrada de nuevos fondos y bancos locales, junto con las IFD, los cuales buscan agresivamente nuevas oportunidades de ampliar sus carteras. Las IMF de alto desempeño dominan ahora la situación. Están creando una competencia entre los prestamistas y obtienen ventajas en las condiciones. En algunos mercados, como el de Bosnia, los precios han bajado hasta en 250 puntos básicos sólo en tres años. Como señaló el gerente de una IMF de Bosnia: “Hay mucha competencia entre los prestamistas extranjeros para proporcionarnos capital. Esto significa que estamos en condiciones de

¹⁷ Un mercado de compradores es aquél en el que hay más vendedores que compradores. Los precios son bajos como consecuencia del exceso de oferta sobre la demanda. Lo opuesto es un mercado de vendedores.

¹⁸ Investigación de MIX realizada por Adrián González para el CGAP.

negociar fuertemente con los inversionistas y pedirles que rebajen las tasas de interés. Tenemos que reducir nuestras propias tasas de interés a los clientes para seguir siendo competitivos, por lo que estamos buscando fondos al menor costo posible”.

Al bajar los precios de los préstamos y aumentar el nivel de endeudamiento relativo al capital, los rendimientos en función del riesgo resultan cada vez menos atractivos en muchos mercados.

¿Cuál ha sido la respuesta de los inversionistas?

Cantidades mayores, vencimiento más prolongado.

Los inversionistas están respondiendo a la demanda de las IMF de préstamos mayores y a plazo más largo para apoyar sus planes de crecimiento. El tamaño medio de una transacción de renta fija de un VIM ha aumentado un 30% en sólo un año. El resultado de ello es un aumento de la concentración de riesgos en las IMF grandes, lo que se denomina “efecto acumulación”. Los VIM tienen, por término medio, un 40% de sus inversiones en sólo cinco IMF¹⁹. Las IFD tienen también un alto nivel de riesgo crediticio directo con las principales IMF, tales como Alamana o Banco Solidario. Se está convirtiendo en un problema la gestión de los límites del riesgo de crédito.

Los plazos de vencimiento de los préstamos están aumentando. Las IFD ofrecen vencimientos de hasta 15 años y algunos vehículos financieros estructurados prestan a plazos de siete a ocho años. Los fondos mutuos registrados, que se utilizan para préstamos a corto plazo, tienen ahora un vencimiento medio cercano a los dos años. Los gestores de las IMF se sienten atraídos por tales financiamientos a plazo más largo, que no están disponibles en el mercado local.

Mayor deseo de riesgo: más abajo en el mercado.

Los VIM y las IFD están tratando firmemente de ir más abajo en el mercado y prestar a IMF más pequeñas. Las IFD han apoyado la creación de fondos locales, como Jaida en Marruecos y Bellwether en la India, para proporcionar capital a IMF emergentes. Pero éstas tienen una capacidad de absorción limitada.

Según MIX, 300 IMF de tamaño medio representan sólo el 11% de los activos totales de las IMF. Su nivel de endeudamiento relativo al capital es casi tan elevado como el de las 150 IMF mayores, pese a que son, por término medio, 12 veces menores. Muchas IMF de tamaño mediano tienen más necesidad de capital accionario (y, en algunos casos, de asistencia técnica) que de préstamos.

Préstamos en moneda local. El 85% del financiamiento en forma de deuda a las IMF se hace en divisas²⁰. Sin embargo, los inversionistas están desarrollando cada vez más instrumentos de cobertura para poder hacer más préstamos en moneda local. Algunos grandes fondos, especialmente fondos registrados y ODG, han adoptado ya mecanismos de cobertura cambiaria para hacer préstamos en moneda local. ResponsAbility ofrece ahora préstamos en 15 monedas y desea llegar a 40 en los próximos tres a cinco años. También las IFD están elaborando instrumentos de cobertura²¹. Con todo, la mayor parte de los VIM son todavía demasiado pequeños y no pueden afrontar el costo de la cobertura cambiaria que requieren los préstamos en moneda local.

Hasta ahora, el panorama de las inversiones de renta fija extranjeras ha estado dominado por unos pocos fondos que invierten en divisa fuerte en un pequeño número de las mayores IMF de alto crecimiento, que son principalmente instituciones reglamentadas de América Latina y Europa oriental. Pero se trata de un mercado muy activo y que cambia rápidamente. La competencia ha provocado la diversificación de productos y la innovación. La gama de productos de endeudamiento de que disponen hoy las IMF es amplia: préstamos subordinados, préstamos a largo plazo, préstamos en moneda local, garantías, etc. Los prestamistas también están yendo más abajo en el mercado, y siguen aumentando el flujo de capital a IMF de tamaño mediano. Sin embargo, en muchos lugares, el mercado crediticio está sometido a una presión excesiva y los precios no reflejan los riesgos de los créditos y de los países.

19 Promedio simple de los cinco mayores riesgos bancarios de los 40 fondos participantes en la encuesta del CGAP sobre los VIM, 2006.

20 Véase Featherston, Littlefield y Mwangi (2006) y CGAP (2006).

21 En 2007, la FMO, en colaboración con inversionistas privados y públicos, puso en marcha el fondo cambiario TCX Currency Exchange Fund, para ofrecer productos monetarios, como swaps de intereses, para mercados emergentes.

Participación accionaria: De un bajismo social a un alcismo comercial...²²

La inversión en acciones ha sido naturalmente inferior a la inversión de renta fija y durante mucho tiempo ha sido el dominio de los inversionistas socialmente motivados y públicos.

A primera vista, las oportunidades de inversión en participaciones de capital parecen muy atractivas. Las IMF orientadas al mercado pueden combinar altas tasas de crecimiento y rendimientos de doble dígito de las acciones con amplias posibilidades de mejora, dada la ausencia de competencia entre los suministradores de microfinanzas en la mayoría de los mercados y la posibilidad de mejorar las economías de escala, diversificar los productos e incrementar el nivel de endeudamiento relativo al capital.

Sin embargo, se plantean problemas para la inversión accionaria privada, tales como el número restringido de IMF en las que se puede invertir porque son capaces de hospedar las inversiones de los accionistas, la falta de normas y puntos de referencia para la evaluación²³, la falta de un mercado secundario y las limitadas opciones de salida. Estos factores habían deprimido los precios de las acciones hasta 2006²⁴.

ProFund es el primer fondo privado de inversión en acciones en microfinanzas, creado por inversionistas orientados socialmente e IFD, que ha completado un ciclo de inversión y liquidación. Invertió US\$20 millones en 10 IMF de América Latina durante un período de 10 años (1995–2005), con un rendimiento anual medio del 6%. La mayor parte de las transacciones se estructuraron como deuda convertible y no como capital primario, mientras que las ventas a la salida se hicieron a la administración o a los patrocinadores, y no a terceras partes.

Pero el mercado está evolucionando rápidamente. Las IMF más establecidas han decidido transformarse

en empresas sociales “con fines de lucro”. Están aumentando los modelos de accionistas y las opciones de salida. Estas tendencias apuntan a una mejora de las oportunidades de inversión en forma de participaciones de capital.

Más IMF de propiedad de los accionistas. Según un estudio reciente del CMEF, hay hoy 222 IMF reguladas comercialmente y de propiedad de los accionistas, frente a 124 hace dos años (CMEF, 2006). También están mejorando los rendimientos para las grandes IMF²⁵. La calidad de la cartera de los microcréditos sigue siendo excelente y las IMF tienen acceso a un abundante conjunto de préstamos de bajo costo que pueden apalancar para incrementar aún más sus beneficios.

Las valoraciones de las IMF están subiendo. La espectacular oferta pública inicial (OPI) de Compartamos en México, con una valoración 13 veces superior al valor contable, pilló de sorpresa a muchos participantes en el mercado. Esto ha estimulado a otras IMF a obtener capital por estos medios: el Grupo ProCredit de Alemania, SKS de la India e Independencia (compañía de préstamos al consumidor) de México están adoptando medidas para realizar OPI en sus mercados locales. Estas excelentes transacciones están elevando las valoraciones de las IMF. Se han señalado recientemente algunas transacciones privadas de acciones a valores de una y media a tres veces superiores al valor contable. El multiplicador de las IMF se está acercando al nivel del multiplicador de los bancos del mercado emergente, donde los bancos venden constantemente a valores de dos a tres veces superiores al contable. Ocurre esto pese a que las IMF son relativamente recientes, su tamaño es menor y adolecen de una relativa falta de diversificación de productos (DiLeo y Fitzherbert, 2007).

Comienzos de opciones de salida en algunos mercados. Las OPI descritas arriba son las primeras salidas reales que ha registrado el mercado de las

²² Un “mercado bajista” es un período en el que los precios de la inversión caen. Es lo opuesto a un “mercado alcista”, en que los precios de las inversiones aumentan más rápidamente que sus promedios históricos.

²³ Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o los Principios De Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA), en lo relativo a la revaluación de los activos a precios de mercado, resultan ilusorios en la mayoría de los mercados emergentes debido a la falta de transacciones a precios de mercado.

²⁴ Según una investigación realizada por el Council of Microfinance Equity Fund (CMEF) y Opportunity International, las transacciones de participación de capital realizadas mediante colocaciones privadas durante 2002–2005 tuvieron un precio medio de sólo 1,1 veces su valor contable.

²⁵ Las 50 principales IMF de la clasificación de MicroRate han aumentado sus rendimientos medios por acción del 14% al 23% durante los últimos cinco años, según MicroRate.

microfinanzas, aparte de las ventas a accionistas existentes o a inversionistas especializados en microfinanzas. En grandes mercados como los de la India y México, con una profundidad suficiente para poder llegar a hacer una oferta pública, algunos fondos privados de inversión en acciones están empezando a interesarse en las IMF. Por ejemplo, Sequoia Capital, empresa de capital de riesgo que apoyó entre otros a Google y You Tube, ha invertido en SKS Microfinance en la India con la expectativa explícita de que una OPI produjera importantes ganancias de capital.

En general, el suministro de financiamiento por medio de inversiones de capital privado ha aumentado notablemente, ya que se han establecido en los dos últimos años ocho fondos especializados de inversión en acciones, y también los inversionistas institucionales están invirtiendo directamente en las IMF. Fondos privados de inversión en acciones ya establecidos, como Blackstone o Legatum, están estudiando también las oportunidades de las microfinanzas e invirtiendo en acciones comunes en unas pocas IMF con grandes rendimientos y potencial de crecimiento. Otros actores, como los bancos (tanto locales como extranjeros) y operadores de redes móviles, están empezando también a evaluar posibles adquisiciones en las microfinanzas para tener acceso a la amplia base de clientes leales de las IMF y a su atractiva infraestructura de prestación de servicios. Tales actores podrían llegar a ser importantes inversionistas estratégicos en grandes IMF.

¿Hay una burbuja de microacciones? ¿Las valoraciones de las acciones de las microfinanzas superarán los promedios de los bancos comerciales de mercados emergentes? ¿Qué ocurrirá si los bancos microfinancieros no cumplen las expectativas de rendimiento? El mercado de valores está dando ciertamente signos de exuberancia. Estamos supervisando un ciclo de crecimiento. Sin embargo, nuestra opinión es que probablemente veremos un período de consolidación de los precios del mercado, pero no un colapso, porque los fundamentos de las microfinanzas todavía son buenos.

Conclusiones

La inversión en microfinanzas ocupa un nicho muy pequeño, pero en rápido crecimiento, de las inversiones socialmente responsables y en mercados emergentes. Los inversionistas públicos han estado en vanguardia de esta tendencia inversionista. Sin embargo, hoy en día existe una red cada vez más especializada de inversionistas privados internacionales que buscan la forma de invertir en microfinanzas en una escala incluso mayor. Los inversionistas públicos tienen que responder a la rápida evolución de los cambios en el mercado volviendo a definir dónde tienen el mayor valor añadido, a fin de evitar que quede excluida la inversión privada.

¿Cómo influirán los inversionistas del sector privado en el desarrollo futuro de las microfinanzas? Es evidente que los inversionistas privados están desempeñando ya una importante función en determinados mercados, aportando no sólo un notable capital, sino también, lo que es igualmente importante, una capacidad fundamental de buen gobierno y los conocimientos técnicos que tanto se necesitan para el crecimiento y la gestión de negocios profesionales. Sin embargo, no hay que perder la perspectiva al considerar esta atractiva tendencia de incrementar la inversión del sector privado extranjero. La realidad es que la mayor parte de la inversión extranjera se dirige a las 150 mayores IMF de unos 30 países y dos regiones, América Latina y Europa oriental y Asia central, absorben el 75% del flujo de capital transfronterizo. África y Asia, donde la pobreza y la demanda potencial de microfinanzas son elevadas, reciben sólo el 6% y el 7%, respectivamente, de la inversión extranjera.

Además, la inversión extranjera es en realidad sólo una fuente de financiamiento. En Asia, muchas IMF grandes y en rápido crecimiento tienen la capacidad de autofinanciar sus operaciones a través de la intermediación de los ahorros, los préstamos de bancos locales y la emisión de bonos. Por ejemplo, BRI Unit Desa de Indonesia, la mayor IMF del mundo, tiene 10 ahorristas por cada prestatario. Incluso el Grameen Bank, que solía contraer cuantiosos préstamos de fuentes extranjeras, tiene ahora exceso de liquidez de depósitos de clientes. En muchos países africanos, el

De la competencia a la colaboración: Inversionistas públicos y privados

En los mercados microfinancieros más desarrollados, los inversionistas públicos y privados compiten cada vez más por las mismas oportunidades de inversión en microfinanzas. Cuando esto ocurre, las IFD debilitan frecuentemente a los inversionistas privados ofreciendo tasas de interés más bajas o condiciones más flexibles. Al hacer esto, se frena el ritmo de desarrollo del mercado de capitales.

Sin embargo, no se puede meter en el mismo saco a todas las IFD y a todos los VIM orientados socialmente. Algunos ofrecen bajas tasas de interés y están dispuestos a aceptar rendimientos inferiores a los del mercado, mientras que otros cobran tasas más altas y esperan rendimientos mayores (siendo los rendimientos sociales un beneficio añadido), lo mismo que ocurre con los inversionistas privados. Por esta razón, el punto de vista público–privado no es el más útil para comprender el comportamiento; es más pertinente la distinción entre un capital meramente comercial con fines de lucro y fondos de valor mixto, tanto públicos como privados.

Aunque varias IFD reconocen que deberían salir de los mercados más desarrollados, por ejemplo, vendiendo a inversionistas privados sus activos de microfinanzas en las IMF grandes y rentables, no siempre se ve con claridad cuándo y cómo salir. La salida de inversiones vencidas puede reducir mucho las carteras de inversiones generales de las

IFD, lo que es contrario a incentivos de gestión que frecuentemente favorecen una estrategia de alto crecimiento. Desde el punto de vista de las IMF, el compromiso a largo plazo y el prestigio de los inversionistas de las IFD pueden ser decisivos para proteger su misión social y darles tranquilidad, teniendo en cuenta los contextos políticos y socioeconómicos relativamente inestables en los que operan. Muchos temen que la inversión privada sea la primera en escapar en tiempos de crisis. Sin embargo, dado el creciente empeño de los inversionistas en las microfinanzas, las IFD tienen más opciones de salida y mayores oportunidades de demostrar su valor añadido invirtiendo donde otros inversionistas no lo harían.

La función más importante de las IFD es invertir en los mercados menos desarrollados y marginales, tales como Yemen o Sudán, y construir nuevas IMF que lleguen a atraer a la inversión privada. Algunas están desempeñando ya esta función. Por ejemplo, la holandesa FMO ha creado y desarrollado sociedad en participación con inversionistas privados y ha participado en ofertas de bonos para las IMF con el fin de estimular a los inversionistas privados locales a actuar en condiciones meramente comerciales. El programa de la Iniciativa de Microfinanzas para África al Sur del Sahara apoyado por KfW y la CFI está ayudando también a crear nuevas IMF en África.

modelo predominante de las microfinanzas es el de cooperativas financieras impulsadas por el ahorro que ni siquiera reciben inversiones extranjeras. En otros países, los bancos locales son la fuente principal de financiamiento externo. Y todavía en otros mercados, las IMF se hallan en sus primeras etapas y dependen para su financiamiento de organismos donantes gubernamentales, fundaciones, ONG o instituciones de segundo piso.

Por lo tanto, ¿cuál es el impacto probable de la inversión extranjera en el enfoque social de las microfinanzas? Mientras las fuentes locales de financiamiento —depósitos, financiamiento de

bancos locales y emisiones de bonos— suelen estar orientadas comercialmente, la mayor parte de la inversión extranjera procede de inversionistas con una doble finalidad, ya que buscan rendimientos financieros y sociales. Hasta ahora parece que las IMF que han recibido tales inversiones extranjeras siguen centradas en su doble finalidad.

Es probable que los inversionistas socialmente responsables sean más exigentes que otros inversionistas en lo que respecta al desempeño social y ambiental. Triodos está incitando ya a las IMF a ser más transparentes sobre su impacto social, prácticas de préstamo y políticas ambientales, y promueve

la adopción de las normas de Global Reporting Initiative. Otros están impulsando el desarrollo de servicios de selección que ayuden a las inversiones socialmente responsables a identificar las mejores IMF en sectores decisivos, tales como la lucha contra la pobreza, el género o el préstamo responsable. Estos servicios excluirán a instituciones que no tengan una clara dimensión social en sus operaciones o que utilicen prácticas de préstamo abusivas. De esta forma, los inversionistas socialmente responsables podrán ser una fuerza importante que impulse la mejora de la transparencia y rendición de cuentas sobre el desempeño social en las microfinanzas.

No obstante, están empezando a entrar también en el mercado inversionistas extranjeros que invierten en microfinanzas en condiciones meramente comerciales con la expectativa de un rendimiento financiero más alto. Algunos accionistas privados del mercado emergente están empezando a invertir en IMF de alto crecimiento con el objetivo de obtener rendimientos del orden del 20% al 30%. Aunque la proporción de este tipo de inversiones es todavía muy baja, plantea importantes interrogantes sobre si, con una base de inversionistas que buscan el máximo rendimiento, las microfinanzas podrán mantener su misión social. ¿Se reinvertirán los beneficios en favor de los clientes, por ejemplo, por medio de tasas de interés más bajas o la prestación de servicios en lugares remotos, o se centrarán los esfuerzos en conseguir que los accionistas obtengan el máximo rendimiento financiero a expensas de los clientes? Es todavía demasiado pronto para decir si las presiones del mercado obligarán a las IMF a cejar en su misión.

Sin embargo, estas cuestiones están generando ya tensiones en los directorios de las IMF.

Los directores de las IMF deben comprender la naturaleza, consecuencias y ventajas e inconvenientes de las opciones financieras que se les presenten. La participación accionaria privada es atractiva pero entraña expectativas de rendimientos altos y rápidos (en el plazo de cinco años) y exige que se centre claramente la atención en la rentabilidad del negocio, a veces a expensas de las preocupaciones de los clientes. Algunas IMF, como SKS de la India, han acogido financiamiento de capital de riesgo privado y confían en que podrán elevar al máximo los beneficios y, a la vez, añadir el valor social en favor de clientes pobres a través de un modelo de negocios de alto crecimiento. Otras IMF tratan de alcanzar la sostenibilidad financiera y, al mismo tiempo, centran sus esfuerzos en elevar al máximo su impacto social profundizando su cobertura y extendiéndola a zonas remotas, o ampliando la gama y calidad de sus servicios. Estas IMF buscan inversionistas más impulsados por motivos sociales.

Se necesita mejor información sobre el desempeño social y financiero tanto de las IMF como de los VIM para poder asignar con mayor eficacia el financiamiento. Un mercado de capitales más eficiente que integre las decisiones sociales y las financieras puede contribuir a desarrollar una robusta industria microfinanciera que alcance el objetivo general de la prestación de servicios financieros sostenibles y responsables para todos.

Anexos

Anexo 1. VIM que participaron en la encuesta del CGAP y Symbiotic

Anexo 2. Transacciones de obligaciones de deuda garantizadas hasta la fecha

Anexo 3. Abreviaturas y siglas

Anexo 4. Bibliografía

Anexo 1. VIM que participaron en la encuesta del CGAP y Symbiotic

Fondos mutuos registrados

ASN-Novib Fonds
 Dexia Microcredit Fund
 Dual Return Fund SICAV
 responsAbility Global Microfinance Fund
 St. Honoré Microfinance
 Triodos Fair Share Fund

Fondos de inversión comerciales

Global Microfinance Consortium
 European Fund for South East Europe
 Impulse Microfinance Investment Fund NV
 MicroCredit Enterprises
 MicroVest I, LP
 Triodos-Doen Foundation

Vehículos financieros estructurados

BlueOrchard Loans for Development 2006-1
 BlueOrchard Microfinance Securities-1 (BOMS1)
 Microfinance Loan Obligations SA, Compartment
 Opportunity Eastern Europe 2005-1
 Microfinance Securities XXEB

Fondos de valor mixto

The Dignity Fund, L.P.
 Fonds International de Garantie
 Hivos-Triodos Fund Foundation
 Incofin cvso
 Opportunity Loan Guarantee Fund I, LLC
 International Solidarity For Development
 and Investment

Compañías de cartera de bancos microfinancieros

Global Microfinance Group SA
 Advans
 MicroCred
 Opportunity Transformation Investments, Inc.

Fondos privados de participación en acciones

ACCION Investments in Microfinance SPC
 Africap Microfinance Fund Ltd.
 Bellwether Microfinance Fund
 Balkan Financial Sector Equity Fund C.V.
 Investisseur et Partenaire pour le Développement
 ShoreCap International, Ltd.

Fondos no categorizados

Calvert Social Investment Foundation
 BBA Codespa Microfinanzas
 Finethic Microfinance SCA SICAR
 Gray Ghost Microfinance Fund LLC
 Oikocredit
 ProCredit Holding
 responsAbility SICAV Microfinance Leaders Fund
 Unitus

Anexo 2. Transacciones de obligaciones de deuda garantizadas hasta la fecha

2004	2005	2006	2007	2008
Blue Orchard Microfinance Securities LLC	Microfinance Loan Obligations – Opportunity Eastern Europe 2005-1	Blue Orchard Loans for Development I	Blue Orchard Loans for Development II	Global Microfinance Facility
Jul.-04	Nov.-05	Abr.-06	May.-07	Por determinar
US\$87 millones	US\$60 millones	US\$99,21 millones	US\$110,2 millones	US\$165 millones
5 perfiles de riesgo, vencimiento a 7 años, obligación prioritaria garantizada por OPIC	3 perfiles de riesgo, obligación prioritaria garantizada por EIF	2 perfiles de riesgo	3 perfiles de riesgo, vencimiento a 7 años	Activa gestión de la cartera hasta 2014
—	Obligación prioritaria calificada AAA/Aaa/AAA (garantía del EIF)	—	Clase A calificada AA (S&P), Clase B calificada BBB (S&P) Clase C sin calificar	Obligaciones prioritarias calificadas AA (Fitch)
14 IMF, 9 países	IMF, 7 países	21 IMF, 13 países	20 IMF, 12 países	30 IMF, 13 países
Patrocinada por Blue Orchard Finance S.A. y Developing World Markets	Patrocinada por Opportunity International. Organizada conjuntamente por Symbiotics & European Investment Fund	Estructurada por Morgan Stanley. Patrocinada por Blue Orchard	Estructurada por Morgan Stanley. Patrocinada por Blue Orchard	Estructurada por Citigroup
		Microfinance Securities XXEB 2011	MicroAccess Trust	
		Jun.-06	Jul.-07	
		US\$60 millones	US\$39 millones	
		4 perfiles de riesgo, vencimiento a 5 años	1 perfil de riesgo	
		Obligaciones prioritarias calificadas A1 por MicroRate (escala de Moodys)	—	
		26 IMF, 17 países	10 IMF, 8 países	
		Patrocinada por Developing World Markets. Con servicios de Symbiotics y Global Partnerships.	Estructurada por Lehman Brothers para MicroVest Capital Management	
			Microfinance-Invest Nr. 1	
			Sep.-07	
			€60 millones	
			3 perfiles de riesgo, vencimiento a 7 años aproximadamente	
			Obligaciones prioritarias calificadas AAA (Fitch)	
			21 IMF, 15 países	
			Estructurada por DeutscheBank	

Anexo 3. Abreviaturas y siglas

AECI	Agencia Española de Cooperación Internacional
ABG	activos bajo gestión
BERD	Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BOLD	Blue Orchard Loans for Development I and II
BOMS	Blue Orchard Microfinance Securities LLC
CFI	Corporación Financiera Internacional
CGAP	Grupo Consultivo de Ayuda a la Población más Pobre
CMEF	Consejo de Fondos de Patrimonio de Microfinanzas
CR	capitalista de riesgo
EFSE	European Fund for South East Europe
FMO	Compañía Holandesa de Financiación al Desarrollo
IFD	instituciones financieras de desarrollo
IMF	institución microfinanciera
ISR	inversión socialmente responsable
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
MIX	Microfinance Information Exchange Inc.
ODG	obligaciones de deuda garantizadas
ONG	Organización no gubernamental
OPG	obligaciones de préstamo garantizadas
OPI	oferta pública inicial
OPIC	Corporación para la Inversión Privada en el Exterior
S&P	Standard and Poor's (servicio de calificación)
VIM	vehículo de inversión en microfinanzas

Anexo 4. Bibliografía

- Abrams, J., y D. von Stauffenberg. 2007. *Role Reversal. Are Public Development Institutions Crowding Out Private Investment in Microfinance?* MicroRate. <http://www.microrate.com/pdf/rolereversal.pdf>.
- Barclay, O'Brien. 2006. "Valuing Microfinance Institutions." *Savings and Development* (3):275-96.
- DiLeo, P., y D. Fitzherbert. 2007. *The Investment Opportunity in Microfinance. An Overview of Current Trends and Issues*. Grassroots Capital Management LLC., junio. http://www.grayghostfund.com/industry_insights/viewpoints/the_investment_opportunity_in_microfinance.
- Forum for the Future. 2007. *New Horizons. Creating Value, Enabling Livelihoods*. Londres: Forum for the Future.
- Goodman, P. 2004. "Microfinance Investment Funds: Objectives, Players, Potential." *2004 KfW Financial Sector Development Symposium*. Luxembourg: Appui au Développement Autonome.
- Goodman, P. 2005. *Microfinance Investment Funds: Key Features*. Luxembourg: Appui au Développement Autonome.
- ING. 2006. *A Billion to Gain. A study on global financial institutions and microfinance*. Países Bajos: ING.
- Ivatury, G., y J. Abrams. 2005. "El mercado para la inversión extranjera en el sector de las microfinanzas: Oportunidades y desafíos". *Enfoques* N.º 30. Washington, D.C.: CGAP, agosto. http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_30_sp.pdf.
- Ivatury, G., y X. Reille. 2004. "Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors." *Enfoques* N.º 25. Washington, D.C.: CGAP, enero. http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_25.pdf.
- MIXMarket. <http://www.mixmarket.org/>.
- Poulliot, R. 2007. "Governance, Transparency and Accountability in the Microfinance Investment Fund Industry." En *Microfinance Investment Funds*. Springer Berlin Heidelberg, segunda parte, pp. 147-74. Berlín: Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- Rhyne, B., y B. Busch. 2006. *The Growth of Commercial Microfinance: 2004-2006*. Council of Microfinance Equity Funds.
- Swanson, B. 2007. "The Role of International Capital Markets in Microfinance." <http://www.dwmarkets.com/Resources.htm>.

CGAP, puntos de referencia para los VIM

Cuadro de grupos de afinidad

habilitado por Symbiotics

Todas las cifras monetarias son promedios de población en millones de dólares estadounidenses al 31-12-2006. El número entre paréntesis indica el tamaño de la muestra.

Balance general de los VIM

Encuesta Universo (VIM activos en 2006, CGAP) Muestra

Número de VIM Activos totales Activos totales

64 3,049 1,987

40 62.5% 2,651 86.9% 1,758 88.5%

Fondos de inversión comerciales, N=5 Fondos de valor mixto, N=7 Vehículos financieros estructurados, N=4

Fondos privados de inversión en acciones, N=6 Fondos mutuos registrados, N=6 Compañías de cartera, N=4

Balance estructural medio de los VIM (millones de US\$)	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	
Activos totales (AT)	66.3 (40)	100.0%	65.1 (6)	100.0%	14.0 (6)	100.0%	15.5 (4)	100.0%	87.3 (5)	100.0%	20.8 (7)	100.0%	69.7 (4)	100.0%
Valor neto del activo (VNA)	51.8 (40)	78.1%	63.3 (6)	97.3%	13.4 (6)	95.9%	11.9 (4)	77.0%	67.0 (5)	76.7%	11.7 (7)	55.9%	68.9 (4)	98.8%
Cartera de microfinanzas (CM)	43.9 (40)	66.3%	48.9 (6)	75.1%	11.7 (6)	83.5%	11.0 (4)	70.8%	56.0 (5)	64.1%	15.8 (7)	75.9%	67.0 (4)	96.1%
Activos líquidos totales	8.9 (40)	13.4%	8.0 (6)	12.3%	1.7 (6)	11.8%	4.3 (4)	27.7%	59.0 (5)	6.8%	3.8 (7)	18.5%	2.0 (4)	2.9%
Cartera de microfinanzas (CM) (millones de US\$)	43.9 (40)	%CM	48.9 (6)	%CM	11.7 (6)	%CM	11.0 (4)	%CM	56.0 (5)	%CM	15.8 (7)	%CM	67.0 (4)	%CM
Inversiones en microfinanzas	9.3 (40)	21.1%	3.1 (6)	6.4%	8.8 (6)	75.6%	10.2 (4)	92.8%	6.0 (5)	1.0%	4.4 (7)	28.1%	- (4)	-
Cartera de microfinanzas en acciones	34.0 (40)	77.4%	45.5 (6)	93.1%	2.9 (6)	24.4%	0.8 (4)	7.2%	52.0 (5)	92.8%	10.6 (7)	66.8%	67.0 (4)	100.0%
Cartera de microfinanzas en rentas fijas	7.0 (40)	1.5%	3.0 (6)	0.5%	- (6)	-	- (4)	-	34.0 (5)	6.1%	0.8 (7)	5.0%	- (4)	-
Cartera de microfinanzas en garantías	38 (17)		19 (4)		44 (3)		-		44 (4)		21 (1)		50 (2)	
Vencimientos de inversiones de ingreso fijo (meses)	41.5 (40)	94.4%	43.6 (6)	89.2%	11.6 (6)	99.3%	11.0 (4)	99.8%	54.9 (5)	98.1%	14.8 (7)	93.4%	67.0 (4)	100.0%
Inversiones directas en IMF	2.5 (40)	5.6%	5.3 (6)	10.8%	0.1 (6)	0.7%	211.40 (4)	0.2%	11.0 (5)	1.9%	1.0 (7)	6.6%	- (4)	-
Inversiones en otros VIM														
Distribución geográfica	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM
Europa oriental y Asia central	20.0 (40)	45.4%	16.1 (6)	32.9%	0.6 (6)	4.8%	52.0 (4)	47.8%	44.8 (5)	79.9%	2.4 (7)	15.3%	25.6 (4)	38.2%
América Latina	15.5 (40)	35.3%	21.6 (6)	44.1%	4.5 (6)	38.8%	1.3 (4)	11.4%	9.0 (5)	16.1%	6.1 (7)	38.5%	36.8 (4)	54.9%
Asia oriental y Pacífico	2.3 (40)	5.3%	1.6 (6)	3.3%	1.7 (6)	14.3%	3.0 (4)	2.5%	1.0 (5)	1.7%	2.0 (7)	12.7%	2.5 (4)	3.7%
Asia meridional	12.0 (40)	2.7%	1.9 (6)	3.8%	1.8 (6)	15.7%	1.0 (4)	0.6%	0.2 (5)	0.3%	0.8 (7)	5.1%	1.0 (4)	1.5%
Oriente Medio y Norte de África	0.1 (40)	0.2%	0.1 (6)	0.2%	- (6)	-	- (4)	-	- (5)	-	0.2 (7)	1.1%	0.3 (4)	0.4%
África al sur del Sahara	3.1 (40)	6.9%	1.9 (6)	3.8%	3.1 (6)	26.5%	3.4 (4)	31.1%	0.8 (5)	1.5%	41.0 (7)	25.9%	- (4)	-
Otros	1.8 (40)	4.2%	5.9 (6)	12.0%	- (6)	-	0.7 (4)	6.5%	2.0 (5)	0.4%	0.2 (7)	1.5%	0.9 (4)	1.3%
Indicadores de riesgo, concentración y moneda	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM	%CM
Riesgo país, máximo	8.3 (40)	18.8%	8.0 (6)	16.3%	4.2 (6)	36.0%	3.6 (4)	33.2%	15.4 (5)	27.6%	2.5 (7)	16.0%	12.0 (4)	17.8%
Riesgo país, total cinco mayores	26.9 (40)	61.3%	25.6 (6)	52.4%	9.0 (6)	76.6%	7.9 (4)	72.1%	46.6 (5)	83.1%	9.1 (7)	57.4%	48.5 (4)	72.4%
Riesgo de inversión en microfinanzas, máximo	71.0 (40)	16.2%	5.6 (6)	11.4%	3.5 (6)	30.3%	3.6 (4)	33.2%	13.6 (5)	24.3%	2.0 (7)	12.4%	9.5 (4)	14.1%
Riesgo de inversión en microfinanzas, total cinco mayores	20.8 (40)	47.4%	16.8 (6)	34.4%	8.7 (6)	74.3%	7.9 (4)	72.1%	30.2 (5)	54.0%	61.0 (7)	38.6%	35.8 (4)	53.4%
Riesgo cambiario sin cobertura, máximo	3.9 (39)	11.2%	0.3 (6)	0.5%	3.1 (6)	26.7%	3.4 (4)	30.6%	1.0 (5)	0.1%	1.7 (7)	10.5%	2.6 (4)	3.8%
Riesgo cambiario sin cobertura, total cinco mayores	6.8 (39)	19.6%	0.7 (6)	1.5%	6.8 (6)	57.8%	7.6 (4)	69.5%	1.0 (5)	0.1%	4.6 (7)	29.2%	3.2 (4)	4.8%
Tipo de inversionista (TI)	%TI	%TI	%TI	%TI	%TI	%TI	%TI	%TI	%TI	%TI	%TI	%TI	%TI	%TI
Instituciones públicas	20.2 (33)	30.1%	0.5 (6)	0.8%	10.6 (4)	46.5%	5.8 (3)	63.2%	14.0 (4)*	4.4%	20.02 (6)	0.1%	128.0 (2)	27.2%
Instituciones privadas	19.0 (33)	28.4%	20.7 (6)	32.4%	7.5 (4)	32.8%	2.8 (3)	30.4%	13.5 (4)*	43.5%	1.8 (6)	12.5%	286.0 (2)	60.7%
VIM	2.3 (33)	3.4%	5.0 (6)	7.8%	1.5 (4)	6.6%	- (3)	-	1.3 (4)*	4.3%	0.4 (6)	2.9%	4.3 (2)	9.1%
Otros (ONG, fundaciones, inversionistas individuales)	25.5 (33)	38.1%	37.7 (6)	59.0%	3.2 (4)	14.1%	0.6 (3)	6.4%	148.0 (4)*	47.8%	12.4 (6)	84.5%	14.0 (2)	3.0%
Nombre de los VIM														%TI
Todos los VIM de los grupos de afinidad y BBVA, Calvert Social Investment Foundation, Finethic Microfinance SCA, SICAR, Gray Ghost Microfinance Fund LLC, Okocredit, ProCredit Holding, responsAbility SICAV Microfinance Leaders Fund, Unitus Equity Fund.														1.9
ASN-Novib Fonds, Dexia Microcredit Fund, Dual Return Fund SICAV, responsAbility Global Microfinance Fund, St. Honoré Microfinance, Triodos Fair Share Fund.														1.5
ACCION Investments in Microfinance SPC, Africap Microfinance Fund Ltd., Bellwether Microfinance Fund, Balkan Financial Sector Equity Fund C.V., Investisseur et Partenaire pour le Développement (I&P), ShoreCap International, Ltd.														2.0
Global Microfinance Group SA, Advans, MicroCred, Opportunity Transformation Investments, Inc.														2.0
Global Microfinance Consortium, The Dignity Fund, LP, European Fund for South East Europe, Impulse Microfinance Investment Fund NV, MicroWest I, LP.														1.6
Fonds International de Garantie, Hivos-Triodos Fund Foundation, Incofin c/sso, MicroCredit Enterprises, Opportunity Loan Guarantee Fund I, LLC, International Solidarity For Development and Investment, Triodos-Doen Foundation.														1.0
BlueOrchard Loans for Development 2006-1, BlueOrchard Microfinance Securities-1 (BOMS1), Microfinance Loan Obligations SA - Compartment Opportunity Eastern Europe 2005-1, Microfinance Securities XXEB.														2.8

*EFSE no incluido

Clasificación media de los datos de los grupos de afinidad

1= datos facilitados por VIM y validados con estados financieros auditados, 2= datos facilitados por VIM y validados con estados financieros no auditados, 3= datos facilitados por VIM sin estados financieros.

CGAP, puntos de referencia para los VIM

Cuadro de grupos afines

Estado de resultados y desempeño de los VIM

habilitado por Symbiotics

Todas las cifras monetarias son promedios de población en millones de dólares estadounidenses al 31-12-2006. El número entre paréntesis indica el tamaño de la muestra.

Tamaño	Todos los VIM, N=40		Fondos mutuos registrados		Fondos privados de inversión en acciones		Compañías de cartera		Fondos de inversión comerciales		Fondos de valor mixto		Vehículos financieros estructurados	
	66.3 (40)	90.5% (39)	65.1 (6)	76.9% (6)	14.0 (6)	81.6% (6)	15.5 (4)	80.9% (4)	87.3 (5)	190.8% (6)	20.8 (7)	36.9% (6)	69.7 (4)	198.4% (4)
Activos totales (AT) (millones de US\$)	66.3 (40)	90.5% (39)	65.1 (6)	76.9% (6)	14.0 (6)	81.6% (6)	15.5 (4)	80.9% (4)	87.3 (5)	190.8% (6)	20.8 (7)	36.9% (6)	69.7 (4)	198.4% (4)
% Increase TA Peer Group in 2006	68.3% (28)		60.7% (5)		76.0% (5)		45.0% (3)		139.8% (3)		25.0% (6)		130.4% (2)	
Crecimiento anual de AT (para VIM existentes en 2005)														
Edad														
Número de años desde el registro	4.6 (40)		4.0 (6)		2.7 (6)		2.3 (4)		1.4 (5)		10.4 (7)		0.8 (4)	
Tamaño medio de operaciones (millones de US\$)														
Tamaño medio de inversiones accionarias	2.2 (40)		3.1 (6)		1.5 (6)		1.9 (4)		7.0 (5)		0.6 (7)		— (4)	
Tamaño medio de inversiones de renta fija	1.3 (40)		0.9 (6)		0.6 (6)		5.0 (4)		2.6 (5)		0.5 (7)		4.1 (4)	
Tamaño medio de inversiones directas en IMF	1.5 (40)		1.0 (6)		1.5 (6)		1.8 (4)		2.5 (5)		0.6 (7)		4.1 (4)	
Tamaño medio de inversiones en otros VIM	1.0 (40)		1.7 (6)		0.5 (6)		1.0 (4)		14.0 (5)		0.3 (7)		— (4)	
Rendimiento														
Moneda de la valoración de la clase	—		EUR		US\$		EUR		EUR		EUR		—	
Valor neto del activo	—		380.0 (4)		487.0 (2)		—		—		7.4 (3)		—	
Rendimiento total anual	—		3.2% (5)		5.8% (2)		—		4.8% (2)		1.5% (2)		—	
Margen diferencial sobre Euribor/Libor 3 meses	—		10 PB (5)		60 PB(2)		—		—		—		—	
Rendimiento medio anualizado desde el comienzo	—		2.3% (5)		4.1% (2)		—		—		—		—	
Riesgo de clase (prioritario, mezzanine, subordinado, ...)	—		—		—		—		—		—		—	
% del interés subordinado	—		—		—		—		—		—		0.0% (4)	81.4% (4)
% del interés del principal	—		—		—		—		—		—		40.1% (4)	3.3% (3)
Margen diferencial sobre la tasa de referencia	—		—		—		—		—		—		20 PB (4)	400 PB (4)
Vida media, años	—		—		—		—		—		—		5.4 (4)	5.4 (4)

Eficiencia y estructura de costos	% PROM-AN.	% AT	% AT	% AT	% AT	% AT	% AT	% Pagará
Estructura de costos totales	—	2.7% (5)	4.1% (4)	8.4% (3)	2.0% (5)	6.1% (7)	1.3% (3)	

Nivel de endeudamiento relativo al capital	Deuda/participación de capital
45.0% (38)	2.8% (6)
	4.3% (6)
	29.9% (4)
	30.4% (5)
	18.3% (5)
	— (4)

Jurisdicción del VIM (por AT)	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT	%AT
Europa oriental	86.4 (25)	81.5% (6)	65.1 (6)	100.0%	0.2 (1)	0.2% (1)	4.5 (3)	21.8% (3)
América del Norte	41.9 (9)	14.2% (3)	271.0 (1)	32.2% (1)	485.0 (1)	33.7% (1)	199.0 (1)	23.7% (1)
América central, México y Caribe	25.9 (3)	2.9% (2)	15.4 (2)	1.2% (2)	36.8% (2)	7.2% (1)	60.0 (1)	7.2% (1)
África	15.4 (2)	1.2% (2)	—	—	—	—	—	—
Asia meridional	60.0 (1)	0.2% (1)	—	—	—	—	—	—

Nombre de los VIM	Todos los VIM de los grupos de afinidad y BBVA, Calvert Social Investment Foundation, Finerich Microfinance SCA, SICAR, Gray Ghost Microfinance Fund LLC, Oikocredit, ProCredit Holding, responsAbility SICAV, Microfinance Leaders Fund, Unitus Equity Fund.	ACCION Investments in Microfinance SPC, Africap Microfinance Fund Ltd., Balkan Financial Sector Equity Fund C.V., Investisseur et Partenaire pour le Développement (I&P), ShoreCap International, Ltd.	Global Microfinance Group SA, Advans MicroCred, Opportunity Transformations, Inc.	Global Microfinance Consortium, The Dignity Fund, LP, European Fund for South East Europe, Impulse Microfinance Investment Fund NV, MicroVest I, LP.	Fonds International de Garantie, Hivos-Triodos Fund Foundation, Incofin osv, MicroCredit Enterprises, Opportunity Loan Guarantee Fund I LLC, International Solidarity For Development and Investment, Triodos-Deen Foundation.	BlueOrchard Loans for Development 2006-1, BlueOrchard Microfinance Securities-1 (BOMS1), Microfinance Loan Obligations SA - Compartment Opportunity Eastern Europe 2005-1, Microfinance Securities XXEB.
1.9	1.5	2.0	2.0	1.6	1.0	2.8

Calificación media de los datos de los grupos afines	1= datos facilitados por VIM y validados con estados financieros auditados. 2= datos facilitados por VIM y validados con estados financieros no auditados. 3= datos facilitados por VIM sin estados financieros.
1.9	1.5
2.0	2.0
2.0	1.6
1.0	1.0
2.8	2.8

Comparta este número de Enfoques con sus colegas o solicite ejemplares adicionales de éste u otros artículos de la serie.

El CGAP agradecerá sus comentarios sobre este trabajo.

Todas las publicaciones del CGAP se pueden encontrar en su sitio web: www.cgap.org

CGAP
1818 H Street, N.W.
MSN P3 – 300
Washington, D.C.
20433 EE.UU.

Teléfono:
202-473-9594
Fax: 202-522-3744

Correo electrónico:
cgap@worldbank.org

Los autores de este número de Enfoques son Xavier Reille, especialista principal en microfinanzas del CGAP y Sarah Forster, directora de Geoeconomics, una consultora independiente. Los autores desean expresar su agradecimiento a Tanya Surendra, al igual que a Adrián González del MIX y a Yannis Berthouzoz de Symbiotics por su asistencia en la investigación. Además desean reconocer los aportes realizados por Alexia Latortue, Elizabeth Littlefield, Kate McKee y Jeanette Thomas. Los autores también agradecen a los inversionistas, las IMF, y los analistas entrevistados por sus importantes contribuciones durante esta investigación:

Fouad Abdelmoumi, Almana
Deborah Burand, Grameen Foundation
Alice Chapple y Vedant Walia, Forum for the Future

Ian Callaghan, Morgan Stanley
Roland Dominice y Patrick Goodman, Symbiotics
Braco Erceg, Microfin Bosnia
David Fitzherbert, Gray Ghost
Susan Johnson, Bath University
Ann Miles, BlueOrchard
Nejira Nalic, Mi-Bospo
Robert Pouliot, RCP
Alex Silva, Omnitrix

Con frecuencia las publicaciones del CGAP se citan en otros documentos. Se sugiere utilizar la siguiente cita para este número de Enfoques:

Reille, Xavier, y Sarah Forster. 2008. "Inversión extranjera de capital en microfinanzas: Equilibrar los beneficios sociales y los financieros." Enfoques 44. Washington, D.C.: CGAP.

