CGAP

ENFOQUES

Inversión extranjera de capital en microfinanzas: Reevaluación de los beneficios sociales y los financieros

Apesar de la crisis financiera, en los últimos cuatro años, el monto de la inversión extranjera en microfinanzas —incluida la realizada en forma de deuda y de capital accionario—se cuadriplicó y ascendió a US$13 000 millones (gráfico 1)[1]. Este crecimiento se vio impulsado tanto por las instituciones públicas como por el aumento en la cantidad de inversionistas privados, institucionales y por cuenta propia. De hecho, las inversiones en microfinanzas se convirtieron en el emblema del movimiento de rápido crecimiento de las inversiones de impacto[2].

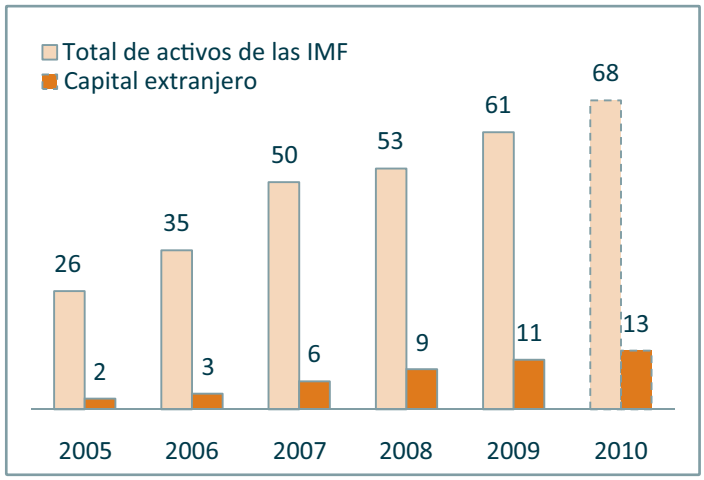
Sin embargo, el deterioro del desempeño de las instituciones de microfinanzas (IMF) y el creciente riesgo de sobreendeudamiento de los clientes en diversos mercados ha empañado la reputación del sector. Ya no se puede suponer que la inversión en microfinanzas es un refugio seguro de bienestar y bajo riesgo.

En este número de *Enfoques*, se analiza la inversión extranjera en microfinanzas en una coyuntura de importancia fundamental para el sector y se examina el paisaje actual de inversionistas, incluyendo la función que desempeñan las instituciones financieras de desarrollo (IFD) y el creciente interés de los inversionistas por cuenta propia. También se destacan la disminución del rendimiento de los instrumentos de renta fija y el aumento de las inversiones en capital accionario, al igual que el nivel de penetración y el desempeño social logrados por el capital extranjero.

Por último, en este número de *Enfoques* se aboga por una mayor transparencia en el desempeño de los gestores de activos de microfinanzas. En un mercado más competitivo y difícil, los inversionistas extranjeros deben evaluar más atentamente la capacidad de los gestores de fondos, su compromiso con el desempeño social y la calidad de sus procesos de inversión.

Los datos y los análisis presentados en este número de *Enfoques* se extrajeron de las fuentes más integrales y actualizadas de datos de inversiones del sector, entre

Gráfico 1: Continúa el crecimiento de la inversión extranjera (en miles de millones de US$)



Fuente: CGAP y MIX, las cifras correspondientes a 2010 son estimaciones del CGAP.

1. Los datos sobre la cartera pendiente de inversiones en capital accionario e instrumentos de renta fija de microfinanzas en manos de inversionistas extranjeros provienen de la Encuesta sobre entidades de financiamiento 2010 del CGAP.
2. Las inversiones de impacto, también conocidas como inversiones sociales o sostenibles, se definen como las inversiones en empresas o fondos que se proponen deliberadamente como objetivo la generación de beneficios sociales o ambientales, además de beneficios financieros. Se vieron impulsadas por el reconocimiento de que el Gobierno y las instituciones de beneficencia por sí solos no tienen suficiente capital para resolver los problemas sociales y ambientales del mundo, por lo que se necesitan inversiones de capital privado en empresas socialmente motivadas.

N.° 71
Mayo de 2011

Xavier Reille,
Sarah Forster y
Daniel Rozas

Recuadro 1: Fuentes de datos

El CGAP, junto con donantes e inversionistas de los sectores público y privado, **así como también los intermediarios de inversión para las microfinanzas (IIM) realizan encuestas anuales a las entidades de financiamiento y a los IIM.** En 2010, los datos de estas dos encuestas se combinaron para reflejar mejor la situación del financiamiento, dado que las IFD con frecuencia encauzan el financiamiento a través de los IIM. Estos datos incluyen información de 61 donantes e inversionistas y de 90 IIM.

La característica **FSDB de MIX** es una nueva fuente de datos que MIX compiló y puso en marcha en 2010. Incluye 594 IMF que presentan informes a MIX, lo que representa el 71% del total de activos en MIX. La FSDB ofrece una visión de "abajo hacia arriba" de la estructura de financiamiento de las IMF e incluye información sobre la deuda pendiente y su origen. La mayoría de las otras fuentes de datos de financiamiento se concentra en los flujos de financiamiento por el lado de la oferta, mientras que la FSDB permite realizar un análisis de las relaciones entre las fuentes de financiamiento y los atributos de las IMF. Como ocurre con todos los conjuntos de datos, la FSDB tiene ciertas limitaciones (no recoge las estructuras de financiamiento de todas las IMF o, en algunos casos, lo hace de manera incompleta, ni recoge las fuentes y los tipos de capital accionario). No causa sorpresa entonces que los datos de la FSDB y los datos relativos a la oferta no se correspondan adecuadamente. Por ejemplo, los datos de la deuda externa que reúne la FSDB representan alrededor del 70% de la deuda extranjera pendiente recogida en las encuestas del CGAP indicadas anteriormente. Sin embargo, el cruce de información de diferentes fuentes de datos se traduce en un cuadro general más informativo y exacto.

El índice **Symbiotics Microfinance Index** (SMX) fue desarrollado por Symbiotics, una empresa suiza altamente especializada en microfinanzas. Brinda información actualizada sobre el desempeño de las inversiones de fondos. El índice Sym50 presenta indicadores de desempeño financiero promedio de 50 IMF importantes que atraen un volumen significativo de inversiones extranjeras.

ellas, la encuesta anual sobre inversión extranjera del Grupo Consultivo de Ayuda a los Pobres (CGAP) y la nueva característica Datos sobre la Estructura de Financiamiento (FSDB) de MIX (Microfinance Information eXchange) Market (véase el recuadro 1).

El paisaje de inversionistas[3]

En esta sección se presenta el paisaje de inversionistas y se incluyen los volúmenes de inversión y las tendencias principales. Los inversionistas transfronterizos se agrupan en tres categorías, a saber: inversionistas públicos o IFD, inversionistas institucionales e inversionistas individuales. Dado que alrededor de la mitad de las inversiones extranjeras se encauza a través de intermediarios, también se ponen de relieve la dimensión y la estructura de los IIM.

IFD: Una fuente creciente de inversión transfronteriza que pone en práctica nuevos enfoques

Las IFD aportan más de la mitad de todas las inversiones extranjeras (véase el gráfico 2). Desde 2006, aumentaron la cartera pendiente de inversiones en microfinanzas en casi un 350%, de US$1700 millones en 2006 a US$7500 millones en 2010. Cinco IFD —la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD), la Corporación Financiera Internacional (IFC), Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) y la Corporación de Inversiones Privadas en el Extranjero—han impulsado gran parte de este crecimiento, y actualmente comprenden el 71% de todo el financiamiento de las IFD.

Las inversiones de las IFD se concentran en las instituciones de nivel superior ya consolidadas más importantes de las regiones de Europa oriental y Asia central y de América Latina y el Caribe[4]. La mayoría de las inversiones se canalizaron en instrumentos de renta fija (deuda) en moneda fuerte[5].

Sin embargo, los nuevos incentivos institucionales tendientes a aumentar el nivel de penetración y agregar valor están impulsando a las IFD a centrarse más activamente en los mercados fronterizos. Un

3. Salvo que se indique lo contrario, los datos de las secciones "El paisaje de inversionistas" y "Desempeño financiero de las inversiones en microfinanzas" hacen referencia a las encuestas sobre entidades de financiamiento y vehículos de inversión en microfinanzas (VIM) del CGAP.
4. A diciembre de 2009, más del 40% del capital de préstamo de las IFD se concentró en 15 IMF rentables (6 de ellas del ProCredit Group), todas las cuales recibieron financiamiento de fuentes privadas.
5. El 84% de las inversiones de renta fija directas de las IFD en las IMF son en moneda fuerte (CGAP 2009a)..

Gráfico 2: Todos los tipos de entidades de financiamiento han registrado un crecimiento de la inversión (en miles de millones de US$)

Fuente: Encuestas sobre financiamiento del CGAP; los datos del 2010 son estimaciones del CGAP.

ejemplo de ellos son el Organismo Francés de Desarrollo, Nederlandse Financierings-Maatschappij Voor Ontwikkelingslanden N.V., IFC y KfW, todos los cuales están invirtiendo más en África al sur del Sahara a través de fondos especiales tales como REGMIFA, un nuevo fondo de inversión regional creado específicamente a fin de incentivar el financiamiento para microempresas y pequeñas empresas en la región. Varias IFD, como IFC, también se concentran en los mercados de gran crecimiento de Brasil, Rusia, India y China, que son atractivos en vista de su posible escala y capacidad de absorción.

Las IFD también están comenzando a consolidar sus carteras de inversiones en capital accionario. En 2009, las IFD ampliaron sus carteras de inversiones directas en capital accionario en un 57%. El desplazamiento hacia este tipo de inversiones es un medio que permite la consolidación de la base de capital de las IMF existentes y la provisión de capital inicial para las nuevas IMF.

Inversionistas institucionales: Un grupo diverso con estrategias variadas y cambiantes

Los inversionistas institucionales proporcionan el 30% del capital de la inversión extranjera. Son el grupo de inversionistas de más rápido crecimiento, con un aumento de la cartera pendiente de inversiones en microfinanzas de US$1200 millones en 2006 a US$3500 millones en 2010. En este grupo se incluye una amplia variedad de instituciones y fondos, entre ellos, bancos internacionales, fondos privados de inversión en capital accionario, fondos de pensiones y compañías de seguros. Si bien las microfinanzas representan un porcentaje muy reducido de sus carteras, estos

Recuadro 2: Nuevos emprendimientos

La mitad de las inversiones en capital accionario de las IFD extranjeras se destina a las sociedades de cartera de los bancos de microfinanzas y se utiliza para financiar la puesta en marcha de nuevos bancos subsidiarios ("nuevos emprendimientos"). Existen siete sociedades de cartera de este tipo, con un total de activos que asciende a US$1200 millones. La creación de la primera generación fue el resultado de la labor de importantes empresas consultoras del norte, como Procredit, sociedad de cartera constituida por la empresa consultora alemana IPC, que estableció 19 bancos de microfinanzas en todo el mundo. La constitución de la segunda generación de sociedades de cartera fue el resultado de la labor de las exitosas IMF del sur, como ASA y BRAC de Bangladesh, ACLEDA de Camboya y Xac Bank de Mongolia, iniciativas que están siendo imitadas internacionalmente. Los nuevos emprendimientos tienen ciertas ventajas, entre ellas, estructuras firmes de gestión y procesos comerciales sólidos; además, comienzan con una estructura jurídica bancaria que les permite ofrecer una amplia variedad de servicios financieros, incluido el ahorro. Las IFD han facilitado la creación y el crecimiento de los nuevos emprendimientos al brindar un grado importante de asistencia técnica y financiamiento durante la etapa inicial.

inversionistas tienen una influencia creciente en la inversión extranjera en microfinanzas.

Los inversionistas institucionales se ven atraídos por tres características de las microfinanzas, a saber: el valor social, el rendimiento ajustado en función del riesgo atractivo percibido y la posible descorrelación respecto de otras clases de activo[6]. Si bien nuevos inversionistas continúan ingresando al mercado con miras a la consecución de estos objetivos, muchos reevaluaron estas promesas y, en consecuencia, redujeron la escala de las inversiones.

Los bancos internacionales fueron los primeros inversionistas institucionales en iniciar la inversión en microfinanzas a fines de la década de 1990. Con más de una década de experiencia en microfinanzas, muchos están reconsiderando su enfoque. Algunos bancos, como el HSBC, están reevaluando su estrategia de inversión en microfinanzas. Otros, como el Société Générale y el BNP Paribas, procuran ofrecer productos de microfinanzas directamente a través de sus propias redes bancarias en los mercados emergentes. Varios fondos de renta fija corporativos de mercados emergentes gestionados por bancos, como el Morgan Stanley, buscan inversiones en microfinanzas en moneda nacional en mercados con posibilidades de apreciación de la moneda extranjera. Por último, otros, como el JP Morgan, están ampliando su estrategia de inversión y tratan activamente de encontrar otras oportunidades de inversión de impacto en sectores como la agricultura, la salud y la energía renovable.

En los últimos años, los fondos privados comerciales de inversión en capital accionario han sido invertidos en microfinanzas en algunos países, como India y México, que cuentan con mercados de valores eficientes y un sector de microfinanzas pujante. Algunos de estos fondos, como Sequoia y Legatum, iniciaron una estrategia de inversión comercial más agresiva de alto riesgo y alto rendimiento en el sector. Estos modelos de inversión ayudaron a estimular el rápido crecimiento de las IMF en India, pero también atrajeron bastante escrutinio y críticas en los últimos meses en un clima de percepciones públicas negativas en el cual se considera que estas IMF (y sus inversionistas) están más interesadas en la rentabilidad financiera a corto plazo que en el crecimiento sostenible.

Durante los últimos dos años, también se comenzó a invertir los fondos soberanos de riqueza en las microfinanzas, con énfasis en el capital accionario. Entre los ejemplos se incluyen Temasek, un fondo soberano de riqueza de Singapur que realizó varias inversiones estratégicas en capital accionario de sociedades de cartera de IMF en Asia, y Aabar Investments de Abu Dhabi, que invirtió más de US$30 millones en el fondo Blue Orchard Private Equity Fund.

De todos modos, las oportunidades adecuadas de inversión para los inversionistas institucionales parecieran ser actualmente limitadas.

Durante el período 2006-09, grandes fondos de pensión, como el ABP, el PGGM y el TIAA-CREF, asignaron cada uno entre US$100 millones y US$200 millones a la inversión en microfinanzas. Sin embargo la falta de oportunidades de inversión que satisfagan sus umbrales de riesgo y rentabilidad significó que solo la mitad de los montos asignados se hayan comprometido hasta la fecha en el sector de las microfinanzas.

Inversionistas por cuenta propia: Pequeños volúmenes pero de gran valor social

Los inversionistas por cuenta propia, incluidos los pequeños inversionistas por cuenta propia y los individuos de elevado patrimonio neto con claros objetivos sociales, han invertido en las microfinanzas desde la década de 1970. El número de inversiones por cuenta propia en microfinanzas se triplicó durante los últimos cuatro años hasta llegar a los US$1800 millones en 2010.

Los fondos de las inversiones por cuenta propia se obtienen principalmente a través de cooperativas financieras, como Oikocredit de los Países Bajos, y de fondos de asignación pública, como responsAbility de Suiza. Los inversionistas por cuenta propia representan solo el 16% del total de las inversiones transfronterizas actuales. Si bien la demanda de inversionistas por

6. En varios estudios se ha demostrado que el rendimiento de las inversiones en microfinanzas aparentemente no se correlaciona con los índices de las inversiones normales. Véase, por ejemplo, Krauss y Walter (2008).

cuenta propia para las microfinanzas es fuerte, su crecimiento se vio afectado por las reglamentaciones de los mercados financieros que no permiten la distribución de fondos de microfinanzas en el mercado minorista de Estados Unidos y Europa[7].

No obstante, en los últimos cinco años han comenzado a surgir plataformas de obtención de fondos por cuenta propia facilitadas por medio de Internet que proporcionan un medio adecuado para que el público general invierta pequeños montos en el sector de las microfinanzas. Varios países adoptaron también la plataforma de financiamiento en línea Kiva.org de Estados Unidos. Así surgieron, por ejemplo, Babyloan en Francia y MyC4 en Dinamarca. A pesar del rápido crecimiento, los prestamistas en línea representan una diminuta proporción de la inversión extranjera en microfinanzas (menos del 0,5%). Sin embargo, estas plataformas en línea se encuentran entre los medios más destacados para intensificar la difusión de las microfinanzas entre el público general de Occidente[8].

Una encuesta reciente de Credit Suisse[9] a inversionistas por cuenta propia de Suiza determinó que para el 63% de los inversionistas en microfinanzas, hacer el bien y el desempeño social son las primeras motivaciones a la hora de invertir. Solo el 11% de los inversionistas encuestados indicaron que el rendimiento financiero era su principal motivación a la hora de invertir. La mayoría de los encuestados expresó que procuraba obtener un rendimiento financiero anual de entre 2% y 4%.

Dadas sus motivaciones de inversión, a los inversionistas por cuenta propia les preocupan los acontecimientos recientes en el sector y la falta de mecanismos de medición sólidos para realizar un seguimiento del desempeño social. Luego de la crisis en India y los malos comentarios que esta generó en la prensa, un número creciente de inversionistas por cuenta propia ha rescatado sus participaciones en los fondos de microfinanzas. Sin embargo, las nuevas suscripciones continuaron superando los rescates de fondos de los inversionistas durante el primer trimestre de 2011.

Intermediarios de inversión en microfinanzas: Un sector de gestión de activos fragmentado

Alrededor de la mitad de todas las inversiones transfronterizas en microfinanzas se encauzan a través de intermediarios financieros. Los IIM abarcan una amplia variedad de organizaciones, como los fondos de microfinanzas especializados o los VIM, las sociedades de cartera de los bancos de microfinanzas, como el Procredit con sede en Alemania, y los fondos de organizaciones no gubernamentales (ONG).

Los VIM constituyen el grupo más grande de IIM. La cantidad y la dimensión de los VIM han crecido rápidamente. Los niveles de inversión de los VIM se cuadriplicaron entre 2006 y 2008, y en la actualidad 95 VIM gestionan un total de activos que asciende a cerca de US$8000 millones. Los diez VIM principales comprenden el 67% del total de activos de los VIM y representan una combinación de diferentes tipos institucionales: cooperativas financieras, vehículos financieros estructurados y fondos mutuos registrados (véase el cuadro 1).

Los gestores de activos de microfinanzas especializados han sido los responsables del asombroso crecimiento de los VIM (véase el cuadro 2). Existen alrededor de 20 empresas de inversión altamente especializadas que promocionan y gestionan inversiones en microfinanzas. No obstante, este sector emergente está relativamente fragmentado, y las cinco empresas principales representan menos de la mitad del total de activos gestionados.

La competencia entre los gestores de activos de microfinanzas se está intensificando. En la actualidad, más de 20 gestores de activos están creando redes internacionales paralelas para financiar y supervisar las inversiones, un enfoque costoso e ineficaz tanto para los inversionistas como para las IMF. En enero de 2011, responsAbility anunció la adquisición de PlaNIS, el brazo de gestión de activos de PlaNet Finance, lo que creó las condiciones para la

7. Excepto en los Países Bajos y el fondo de microfinanzas mundial responsAbility de Suiza.
8. Kiva.org afirma tener más de 570 000 prestamistas individuales (http://www.kiva.org/about, consultado el 5 de abril de 2011).
9. Los resultados de la encuesta se presentaron en la conferencia de ALFI el 17 de marzo de 2011 en Luxemburgo.

Cuadro 1: Los 10 VIM principales por cartera de microfinanzas

VIM	Cartera de microfinanzas Diciembre de 2010 (en millones de US$)	Cartera de microfinanzas Diciembre de 2006 (en millones de US$)
Oikocredit	516	192
European Fund for South-East Europe (EFSE)	482	179
Dexia Microcredit Fund	438	108
responsAbility Global Microfinance Fund	395	86
SNS Institutional Microfinance Fund I	258	creado en 2007
ASN-Novib Fund	158	46
SNS Institutional Microfinance Fund II	131	creado en 2008
responsAbility SICAV Microfinance Leader Fund	127	27
responsAbility SICAV Microfinanz Fonds	125	creado en 2008
Microfinance Enhancement Facility	101	creado en 2009

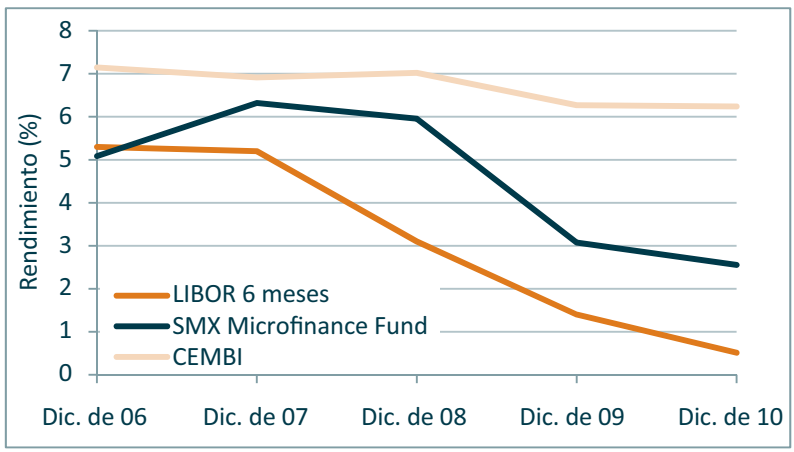
Fuentes: CGAP (2011); cartera autodeclarada de microfinanzas (no incluye pymes).

Cuadro 2: Los cinco gestores de activos principales hasta 2009 (por total de activos gestionados)

(en millones de US$)	
Oppenheim Asset Management Services (EFSE)	907
BlueOrchard Finance SA	866
Credit Suisse Microfinance Fund Management Company (RespA)	801
Oikocredit	770
SNS Asset Management NV	375

Fuente: CGAP, encuesta sobre VIM de 2010.

Gráfico 3: Disminución del rendimiento de los fondos



Fuente: Symbiotics y JP Morgan.

consolidación de las empresas de gestión de activos de microfinanzas. Esto debería ayudar a bajar los costos de transacción y a lograr una mayor eficiencia tanto para los inversionistas como para los que reciben las inversiones[10].

Desempeño financiero de las inversiones en microfinanzas

En esta sección se analiza el desempeño financiero de las inversiones de renta fija y en capital accionario, las dos formas principales de inversión en microfinanzas. Se evalúan el desempeño financiero de las inversiones en microfinanzas y las perspectivas para los inversionistas.

Renta fija: La negociación del ciclo descendente[11]

La inversión de renta fija —la provisión de productos basados en la deuda— ha sido hasta ahora el fundamento de las inversiones en microfinanzas. La deuda representa el 85% de toda la inversión de los VIM y el 70% de las inversiones directas de las IFD. A pesar del reciente movimiento hacia el financiamiento en moneda nacional, gran parte de la deuda transfronteriza (65%) continúa estando denominada en moneda fuerte.

Después de años de un rendimiento financiero superior al 5%, el rendimiento de los VIM cayó por primera vez en 2008, y luego continuó mostrando una tendencia a la baja durante todo el año 2009. A una tasa del 2,5%, el rendimiento de los VIM llegó a un mínimo histórico en 2010. Se encuentra a más de 350 puntos básicos por debajo del índice de bonos corporativos de mercados emergentes, CEMBI, elaborado por JP Morgan, a pesar del aumento del riesgo país y del riesgo de incumplimiento de las contrapartes asociado a las inversiones en microfinanzas. No obstante, el rendimiento de 2010 continúa siendo positivo y se encuentra en 200 puntos básicos por encima de la LIBOR a seis meses[12].

Varios factores explican la caída del rendimiento de los VIM. La demanda de deuda externa por parte de las IMF está estancada. Tras un período de crecimiento excepcional durante los años 2005 a 2008, las IMF de todo el mundo redujeron su ritmo de crecimiento en muchos mercados. La menor demanda de deuda externa por parte de las IMF y la abundante oferta de inversionistas transfronterizos afectaron los precios. La tasa de interés promedio que una IMF paga a un VIM cayó 250 puntos en 2009, y llegó a un mínimo histórico del 7,9% en mayo de 2010. Las IMF de alto desempeño tienen ahora la ventaja. Obligan a los prestamistas a competir y logran excelentes ofertas en cuanto a las condiciones. Como expresó un gerente de una IMF: "Hay mucha competencia en cuanto a la oferta de capital entre los prestamistas extranjeros. Esto significa que estamos en una buena posición para negociar con los inversionistas y solicitar tasas de interés más bajas"[13].

Los niveles más bajos de demanda dejan a los VIM con más activos sin invertir que devengan ingresos muy bajos[14]. Algunos VIM se ven obligados a prever importantes reservas para préstamos incobrables ante los posibles incumplimientos de pago de los IMF de mercados con problemas[15]. Las mayores reservas también están en concordancia con la disminución en la calidad de la cartera de las IMF observada durante el período 2009-10, con un aumento en la cartera en riesgo a 30 días del 2,9% en 2008 al 4,5% en 2010, según el índice Sym50. El efecto combinado de la caída en los ingresos y las mayores reservas para préstamos incobrables generó una disminución en el rendimiento de los instrumentos de renta fija de los VIM, que llegó al 2,5% en 2010.

10. El marco normativo para la gestión de activos y fondos de microfinanzas en Europa se verá afectado por la nueva directiva europea sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos, que impone normas más estrictas a los gestores de fondos.
11. Salvo que se establezca lo contrario, los datos de esta sección derivan de las encuestas sobre entidades de financiamiento y VIM de 2010.
12. El CEMBI es un índice mundial que realiza un seguimiento de los bonos corporativos denominados en dólares estadounidenses emitidos por empresas de mercados emergentes. Es un parámetro útil del desempeño financiero de las inversiones de renta fija en dólares estadounidenses en microfinanzas, y se lo considera un índice de renta fija con una prima de riesgo moderada. La tasa LIBOR es un índice variable, con una prima de riesgo muy baja.
13. Entrevista con un gerente de una IMF de Bosnia y Herzegovina.
14. El nivel de efectivo y activos líquidos llegó al 17% en los VIM que Symbiotics siguió en diciembre de 2010.
15. Las reservas para préstamos incobrables promedio representan el 2% de la cartera de renta fija de los VIM.

Sin embargo, algunos VIM tienen mejor desempeño que otros. El rendimiento neto de los fondos de renta fija seguidos por Symbiotics en 2010 varió entre el 1,4% y el 3,2%. Y hay una creciente diferencia entre los que tienen el mejor y el peor desempeño. Los gestores de activos con políticas de inversión sólidas y sistemas y procesos fuertes ofrecen mayor valor a los inversionistas en este entorno de microfinanzas más complejo y riesgoso.

Perspectivas para las inversiones de renta fija

En general, las perspectivas para las inversiones de renta fija en términos de rendimiento financiero parecen ser menos prometedoras que hace unos años. El riesgo crediticio está creciendo de manera importante y, en los próximos dos años, no se prevé que el rendimiento neto de los inversionistas vuelva a los niveles históricos de 4% o 5%. Además, es probable que la demanda de financiamiento de la deuda externa sea débil en el próximo año, ya que las IMF buscan más oportunidades de financiamiento en el ámbito nacional, entre ellas, la deuda comercial nacional y la movilización de los ahorros, toda vez que sea posible. Durante el período 2008-10, la participación de la deuda externa en los pasivos correspondientes al financiamiento de las IMF que siguió el Sym50 cayó del 51% al 33%, mientras que la participación de los ahorros creció del 43% al 57%. Está previsto que esta tendencia continúe en el futuro. En este entorno, las inversiones de renta fija quizás no brinden un rendimiento ajustado en función del riesgo que resulten atractivo para los inversionistas comerciales, en particular, para los inversionistas institucionales con estrictas normas fiduciarias.

A fin de responder mejor a las necesidades de las IMF y generar demanda, los prestamistas deberán aumentar su participación en las inversiones en moneda nacional. El financiamiento en moneda nacional de los VIM aumentó un 56% en 2009, mientras que la inversión en microfinanzas en general aumentó solo un 18%. Parte de este aumento fue posible gracias al reciente lanzamiento de instrumentos de cobertura de riesgo en microfinanzas, como TFX y MFX, que ofrecen nuevas oportunidades de cobertura de riesgo para las monedas de los países en desarrollo y, al hacerlo, los ayuda a gestionar el riesgo cambiari[16]. Algunos VIM también otorgan préstamos en moneda nacional; esta estrategia procura una exposición especulativa en monedas de mercados emergentes con una proyección en alza con respecto al dólar estadounidense.

Inversiones en capital accionario: De la carrera corta a la maratón

Ha habido un auge en las inversiones extranjeras en capital accionario en el sector de las microfinanzas, con una tasa de crecimiento anual compuesta del 60% en los últimos cuatro años. El capital accionario asciende a US$2000 millones o el 18% de la inversión extranjera. Además, en los últimos tres años, se crearon ocho fondos especializados de inversión en capital accionario con un total de activos gestionados de más de US$500 millones.

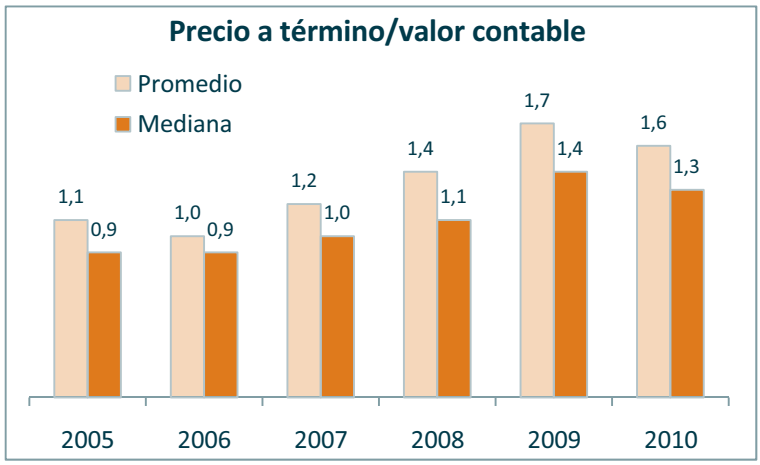
La inversión extranjera en capital accionario es importante porque hay poco capital de riesgo que permita avanzar hacia la inclusión financiera en muchos mercados emergentes. Estas inversiones ayudan a ampliar el acceso a los servicios financieros en mercados fronterizos a través de la creación de nuevas instituciones financieras y la ampliación de las existentes.

Sin embargo, el grupo de IMF preparadas para la inversión es pequeño y no crece a la misma velocidad que la oferta de la inversión en capital accionario. Según los datos de MIX de 2009, existen 419 IMF reguladas comercialmente y de propiedad de accionistas con una base de capital total de US$7800 millones que están en condiciones de realizar inversiones en capital accionario. Solo los fondos de inversión socialmente motivados, como Oikocredit y Alterfin, invierten en IMF nuevas y prometedoras, con un tamaño de inversión inferior a US$500 000.

Durante el período 2006-09, la abundante oferta de capital accionario en este mercado relativamente restringido incrementó los precios para las IMF

16. A diciembre de 2010, MFX Microfinance Currency Risk Solutions (http://www.mfxsolutions.com), uno de los dos proveedores locales de cobertura de riesgo cambiario, realizó swaps por un total de US$51 millones acumulados.

Gráfico 4: La tendencia de crecimiento de la valoración se ha revertido



Fuente: CGAP/JP Morgan (de próxima aparición).

preparadas para la inversión con grandes perspectivas de crecimiento. Las valoraciones de las IMF crecieron en más del 50% durante esta época, hasta alcanzar un promedio que superó el valor en libros a futuro 1,7 veces (gráfico 4). Sin embargo, al igual que lo que ocurre con la inversión de renta fija, la situación reciente del mercado también afectó las valoraciones del capital accionario, y la tendencia ascendente en las valoraciones se revirtió, aunque levemente. Hasta 2009, las valoraciones también estaban impulsadas por las ofertas públicas iniciales lucrativas y exitosas de Compartamos en México y SKS en India.

Aún no existen datos disponibles sobre la tasa de rendimiento interna de las carteras de inversión en capital accionario en microfinanzas.

La mayoría de los fondos de inversión en capital accionario en microfinanzas son nuevos (de menos de cinco años), y pocos completaron un ciclo de inversión, por lo que es difícil proporcionar parámetros de rendimiento significativos.

Perspectivas para la inversión en capital accionario

Las crisis en varios mercados, como Bosnia y Herzegovina, India y Nicaragua, y la desaceleración general del sector están llevando a los inversionistas de capital accionario a prever un rendimiento más bajo. Las valoraciones de las IMF de India ya están en baja, según lo previsto por el CGAP y JP Morgan[17].

Las nuevas oportunidades de inversión para los inversionistas de capital accionario se encuentran en IMF más pequeñas al inicio del ciclo de desarrollo; otras oportunidades están en la creación de nuevas IMF en países con grandes mercados y menor penetración de las microfinanzas. Estas IMF requieren que los inversionistas estén preparados para asumir un enfoque práctico a largo plazo.

Las preocupaciones sobre la gestión corporativa de las IMF destacan la importante función que pueden desempeñar los inversionistas de capital accionario[18]. Se estima que los VIM ocupan más de 140 cargos en los directorios de las IMF. Lamentablemente, muchos inversionistas de capital accionario extranjeros no han sido lo suficientemente decididos en este aspecto; gestionar y representar los intereses de los accionistas a 10 000 millas de distancia demostró ser, en el mejor de los casos, todo un desafío.

En mercados más maduros, se prevé que los inversionistas de capital accionario nacionales asuman un rol más activo. Los grandes bancos comerciales ya

17. Véase Reille (2010).
18. Véase Silva (2010), basado en una investigación de los fracasos de las IMF en América Latina.

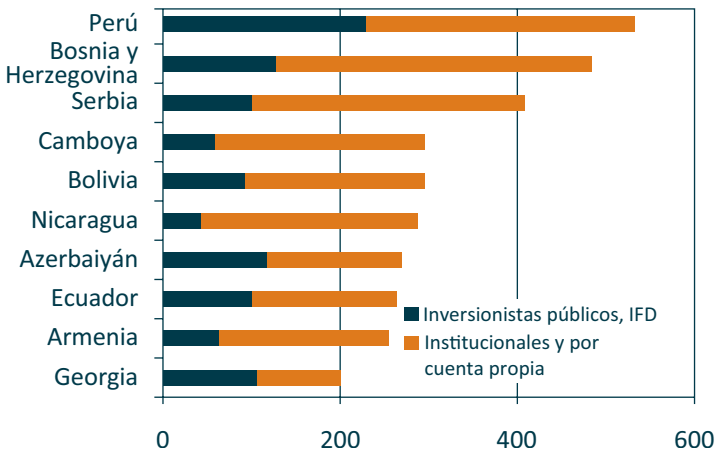
se están expandiendo hacia mercados de menores ingresos mediante la adquisición de IMF. Entre los ejemplos recientes, se pueden incluir las adquisiciones de Opportunity Bank Montenegro por parte del Austrian Erste Steiermaerkische Bank, Finsol por parte de Financiera Independencia de México, y Edificar por parte del Banco del Crédito de Perú. El banco español BBVA también adquirió siete IMF en Argentina, Chile, Perú y Puerto Rico para operar una red de bancos de microfinanzas. Los operadores de redes móviles también procuran establecer alianzas estratégicas con instituciones financieras, incluidas las IMF. Por ejemplo, Telenor, operador líder de una red de telefonía móvil de Pakistán, adquirió el 51% del Tameer Microfinance Bank. Telenor y el banco actualmente trabajan en conjunto con el objetivo de ofrecer diversos productos financieros, incluidos servicios de ahorro, para ampliar la escala a través del uso de la tecnología de banca móvil.

Desempeño social y financiamiento responsable[19]

La mayoría de los inversionistas extranjeros se vieron atraídos por la inversión en microfinanzas debido a su valor social. Un mecanismo importante para medir este valor es el aumento en la inclusión financiera, es decir, la ampliación de los servicios de crédito, ahorro y otros servicios financieros para la población que actualmente carece de servicios bancarios. Desde esta perspectiva, se analiza la función de la inversión extranjera.

En el plano nacional, la inversión extranjera continúa en gran medida centrada en un pequeño número de países de las regiones de América Latina y el Caribe y de Europa oriental y Asia central, con niveles solamente moderados de exclusión financiera. Hay 10 países con una población conjunta de 100 millones de habitantes que reciben más del 60% de todo el financiamiento extranjero, incluido un 30% del total de inversiones de las IFD en microfinanzas (véase el gráfico 5)[20]. Además, con un producto interno bruto per cápita promedio de US$6562[21], estos 10 países se sitúan perfectamente en el tramo de ingresos medianos, y solo Camboya se clasifica como de ingresos bajos[22]. Sus niveles de inclusión financiera también se encuentran en el medio del intervalo, con un promedio de 515 cuentas de depósitos en bancos comerciales por cada 1000 adultos (la mediana para todos los países es de 530)[23] (véase el gráfico 6).

Gráfico 5: Destinos principales de la deuda extranjera (en millones de US$)



Fuentes: FSDB de MIX y CGAP (2010a, 2009a).

19. Salvo que se indique lo contrario, los datos citados en esta sección hacen referencia a la FSDB de MIX.
20. En un análisis de los inversionistas públicos y el financiamiento de donantes (el-Zoghbi 2011) se muestra una distribución geográfica muy similar a esta, aunque con una concentración levemente inferior y un énfasis un poco más marcado en los países de ingresos bajos.
21. Datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) 2009, calculado según la paridad del poder adquisitivo, el ingreso per cápita mundial es de US$10 250.
22. Sobre la base de las definiciones del Banco Mundial de los grupos de ingresos de países. Según el-Zoghbi (2011), los diez países principales que reciben fondos de las IFD y otros donantes públicos tienen un perfil de ingresos prácticamente idéntico, habiendo solo un país adicional de ingresos bajos en la lista.
23. Véase FMI (2010).

Esta concentración refleja en gran medida la historia de la evolución de las microfinanzas. América Latina fue una de las cunas del desarrollo de las microfinanzas durante la década de 1980. Los donantes y las redes internacionales de microfinanzas, en particular ACCION International, ayudaron a crear y desarrollar las IMF con un fuerte énfasis en la profesionalización y la comercialización de las microfinanzas. El proyecto insignia de ACCION en Bolivia, BancoSol, fue la primera ONG en transformarse en un banco comercial. Asimismo, ACCION creó Profund, el primer fondo de microfinanzas de inversión comercial del mundo, con la misión de demostrar en 10 años que la inversión en microfinanzas puede ser rentable. Este innovador fondo tuvo mucho éxito y cumplió una función importante al demostrar que las microfinanzas son una oportunidad de inversión comercialmente viable, con lo cual ayudó a movilizar el flujo de la inversión extranjera privada en el sector.

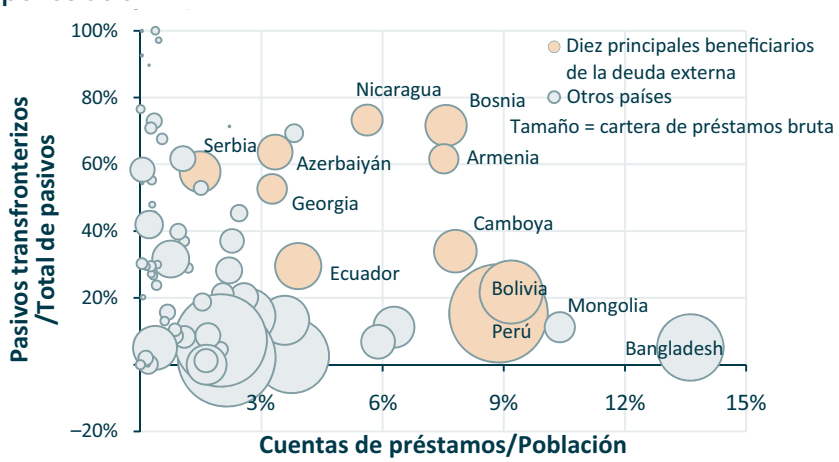
De manera similar, en los antiguos países comunistas de Europa oriental y Asia central, las microfinanzas fueron un importante componente de las iniciativas de los donantes y las IFD tendientes a ayudar a estos países en su transición hacia una economía de mercado y, por ende, sentaron las bases para la inversión comercial. El caso más notable de esta actividad de los donantes fue el de Bosnia y Herzegovina en el período posguerra, donde una institución importante liderada por el Banco Mundial ayudó a desarrollar un grupo de IMF preparadas para la inversión.

Como resultado del apoyo de los donantes, estos mercados cuentan con instituciones grandes y maduras que pueden absorber montos considerables de inversión extranjera. De hecho, el 52% de toda la deuda externa se encauza a solamente 25 IMF, de un total de 524 IMF que reciben financiamiento de la deuda externa. De estas 25, 7 son subsidiarias del ProCredit Bank, mientras que el resto son 9 bancos, 7 instituciones financieras no bancarias y 2 ONG. Además, estos principales beneficiarios recurren principalmente a la deuda extranjera que, en promedio, representa más de la mitad de sus carteras de préstamo.

La inversión extranjera respaldó el crecimiento de las IMF que reciben inversiones y las ayudó a ampliar la escala y aumentar la penetración entre los clientes, en particular en países seleccionados de la región de América Latina y el Caribe y de Europa oriental y Asia central. Ahora, los inversionistas extranjeros deben realizar más inversiones en los mercados desatendidos de África y Asia, si se procura alcanzar los objetivos sociales informados por los inversionistas.

¿Ha sido responsable el financiamiento extranjero?
Los inversionistas extranjeros tienen distintos grados de compromiso social, según cuáles sean sus misiones y perspectivas. Sin embargo, una norma de "no causar daños" representa un denominador común mínimo razonable de compromiso social.

Gráfico 6: Los diez principales beneficiarios de la deuda externa se encuentran entre los mercados de microfinanzas con mayor penetración



Fuente: FSDB de MIX.

Entre otros efectos, esto incluiría evitar la inundación de los mercados con un exceso de capital, lo cual incita a una competencia imprudente y un exceso de financiamiento por parte de las IMF que con frecuencia conducen al sobreendeudamiento de los clientes; un efecto directo que numerosos inversionistas se comprometieron a evitar como parte de The Smart Campaign, la plataforma del sector tendiente a promover la protección de los clientes.

Lamentablemente, los inversionistas no siempre cumplieron con éxito estos principios y, en al menos algunos mercados, se produjo como resultado un exceso de capital y hubo una supervisión deficiente. Dos ejemplos claros son Bosnia y Herzegovina y Nicaragua, el segundo y el sexto mayores beneficiarios de la inversión extranjera en microfinanzas, respectivamente. Tras unos años de crecimiento excepcionalmente rápido, estos dos mercados sufrieron en los últimos tiempos algunas de las crisis más grandes en la historia del sector de las microfinanzas modernas. El hecho de que ambos mercados presentaran un predominio marcado de deuda externa (más del 70% de los pasivos de las IMF) sugiere que la inversión extranjera impulsó gran parte del recalentamiento en estos países. Algunas IMF de Bosnia y Herzegovina afirmaron que el ingreso de la inversión comercial extranjera intensificó la motivación de rentabilidad del sector, y que se concentraron en los volúmenes de financiamiento en lugar de centrarse en un financiamiento responsable que satisficiera las necesidades de los prestatarios con capacidad de reembolsar los préstamos.

Los ejemplos de Bosnia y Herzegovina y Nicaragua demuestran que los inversionistas extranjeros no lograron garantizar la implementación de controles suficientes por parte de las IMF individuales o a nivel sectorial tendientes a evitar las consecuencias negativas de dicho crecimiento rápido y desequilibrado[24]. Las desventajas del crecimiento rápido a través de la inversión extranjera no se limitan a estos dos países. Muchas de las 25 principales IMF receptoras de préstamos extranjeros que se describieron anteriormente también fueron víctimas de su propio crecimiento rápido; en 2009, por ejemplo, 10 de las 25 principales IMF informaron niveles de la cartera en riesgo a 30 días y de cancelación en libros combinados superiores al 10%. BANEX de Nicaragua fracasó desde el principio, ya que no pudo sobrevivir a la huelga de pagos respaldada por el Gobierno que intensificó las debilidades de su cartera de rápida consolidación. También es posible que 1 o 2 IMF más de estas 10 estén condenadas a la misma situación.

Cabe destacar que, si bien la participación del capital extranjero es alta en el caso de las 25 IMF principales, en general, para estas 10 instituciones en apuros, el capital extranjero predomina particularmente y abarca un promedio del 63% de sus carteras de préstamos. Esto sugiere que los prestamistas extranjeros tienen un cierto grado de responsabilidad que es difícil de ignorar. Lo mismo ocurre con los inversionistas de capital accionario, que han sido accionistas importantes, e incluso mayoritarios a veces, de las IMF de Bosnia y Herzegovina y Nicaragua. Asimismo, si se considera el mayor control que ejercen sobre las organizaciones receptoras de inversiones, los inversionistas de capital accionario comparten un grado de responsabilidad aún mayor en cuanto a garantizar el crecimiento responsable.

A pesar de las debilidades en el crecimiento no sostenible y algunas de las crisis subsiguientes, la inversión extranjera también desempeñó una importante función de estabilización, incluso en mercados donde el financiamiento local ya está desarrollado. En épocas de crisis, las IMF pueden verse afectadas negativamente por crisis de liquidez que no solo ejercen presión en su situación de liquidez, sino que también pueden afectar directamente el desempeño de la cartera si los prestatarios perciben que la institución es inestable. Sin embargo, al no formar parte del sistema bancario, las IMF no bancarias no tienen acceso al financiamiento de los bancos centrales en casos de emergencias de liquidez. Los prestamistas extranjeros, específicamente las IFD, han asumido la función de "prestamista de última instancia", según quedó demostrado con la ejecución del Servicio de Liquidez para Microfinanzas de US$500 millones[25] en febrero de 2009, casi cuatro meses después del colapso de Lehman Brothers.

24. Véase Chen, Rasmussen y Reille (2010) para obtener un análisis más profundo de los factores subyacentes de las crisis en estos países.
25. Posteriormente se llamó Fondo para el Mejoramiento de las Microfinanzas. Aunque se creó como resultado de las preocupaciones que surgieron por la crisis de liquidez, en el sector de microfinanzas mundial, la crisis de liquidez fue breve, y los servicios de este fondo demostraron no ser tan necesarios como se pensó originalmente.

Y estas acciones no se limitan a las IFD. Los VIM respaldados por capital institucional e individual también brindaron asistencia a las IMF con dificultades de efectivo a través de un financiamiento anticíclico. Un claro ejemplo de ello es la crisis de Andhra Pradesh de 2010 en India, durante la cual el financiamiento bancario local se suspendió prácticamente por completo, y los inversionistas sociales intervinieron para llenar el vacío[26]. Además, durante el período 2008-09, cuando los inversionistas comerciales huyeron en masa hacia la seguridad de los bonos del Gobierno, hubo un rescate mínimo de las inversiones en fondos de microfinanzas, muy por debajo del nivel de los nuevos flujos de inversión.

Resistir la tendencia: Inversionistas responsables con orientación social

A pesar de los promedios de penetración y los niveles de responsabilidad de los inversionistas un poco desalentadores, las estrategias de inversión no son todas iguales. Una serie de inversionistas extranjeros puso en práctica iniciativas especiales para llegar a los países más pobres y con mayor exclusión financiera, y procuró trabajar con las IMF menos desarrolladas para alcanzar estos objetivos. Los premios en materia de medio ambiente, cuestiones sociales y gestión pública (ESG) para los VIM del CGAP reconocieron a varios de estos inversionistas.

Por ejemplo, Oikocredit moviliza su red mundial en 33 países para tratar de ayudar a mantener el centro de atención en IMF pequeñas que prestan servicio a los pobres, con énfasis en zonas rurales y mujeres. Con un total de 543 IMF receptoras de inversiones, Oikocredit por sí sola tiene más IMF en su cartera que todas las IMF financiadas con fondos del extranjero en los FSDB de MIX, siendo el nivel 3 el grupo más grande (29% del total de la cartera)[27]. Además, dado que Oikocredit es uno de los fondos de microfinanzas más grandes, demostró que es posible buscar mercados de menores ingresos a escala. Al igual que Oikocredit, otro ganador del premio ESG y un fondo importante por su propio peso, el Triodos-Doen Fund, puso énfasis en África al sur del Sahara más que cualquier otro inversionista extranjero. El Triodos-Doen Fund asigna el 13% de su cartera a la región, comparado con el promedio de los VIM del 6%[28].

Además de ampliar sus concentraciones en los mercados y las instituciones, estos inversionistas socialmente motivados también han estado a la vanguardia de la ejecución de los principios de protección de los clientes de la plataforma The Smart Campaign. Otro ganador del ESG, Incofin, condiciona sus inversiones en capital accionario a una modificación de los acuerdos de accionistas de las IMF para que se incluyan expresamente los principios de protección de los clientes. También incluye verificaciones en su diligencia debida anual para garantizar el seguimiento de los principios, por ejemplo, las entrevistas a los gerentes de sucursales sobre la existencia de múltiples empréstitos entre clientes y la supervisión para garantizar que el margen del rendimiento de la cartera no exceda el 10%.

Estos inversionistas en microfinanzas demuestran que es posible tomar medidas razonables para garantizar un crecimiento responsable y sostenible que se concentre en los resultados sociales.

Conclusión

Un destacado gestor de fondos de microfinanzas comparó el último quinquenio de microfinanzas con la adolescencia[29]. Y conforme a lo que ocurre en ese período de la vida, el sector demostró un optimismo sin límites por la posibilidad de crecimiento que no estuvo acompañado de un análisis suficiente de los riesgos que conlleva este crecimiento y la necesidad de una atención continua a los resultados sociales.

La experiencia del período 2009-10 fue un hito esencial, pero también difícil para el sector de microfinanzas mundial. Destacó algunas de las debilidades más graves en varios mercados, sobre todo el énfasis excesivo en la rápida ampliación

26. Véase http://www.microfinancefocus.com/content/ujjivan-microfinance-raises-88m-through-ncds.
27. Véase Sinha (2010). Se define al nivel 3 como una IMF con un total de activos de US$10 millones o menos.
28. Véase CGAP (2009b y 2010c).
29. Entrevista a un gestor de VIM, diciembre de 2009.

de la escala, con frecuencia basada en un modelo de créditos solamente. Los problemas del financiamiento excesivo y los riesgos asociados de sobreendeudamiento en algunos de los mercados de más rápido crecimiento (Bosnia y Herzegovina, Nicaragua, y más recientemente India) empañaron considerablemente la imagen del sector y condujeron a una reevaluación de algunas de las prácticas fundamentales de las microfinanzas.

De esta investigación emergen tres enseñanzas para los inversionistas, a saber:

1. El rendimiento ajustado al riesgo de las inversiones en microfinanzas debe reevaluarse en el contexto de estas crisis. La inversión en fondos de renta fija parece ser menos atractiva para los inversionistas con orientación puramente comercial que en años previos. Mientras tanto, las inversiones en capital accionario son más atractivas tanto por razones sociales como financieras, pero requieren una proyección a largo plazo con expectativas de rendimiento más realistas.
2. No todos los gestores de activos son iguales. Algunos VIM están enfrentando la crisis con éxito. Los gestores de activos con estrategias de inversión atinadas, procesos de inversión sólidos y un compromiso con el desempeño social ofrecen un mejor desempeño a los clientes. Los inversionistas deben darle más importancia a la selección de gestores de activos y VIM. Sobre la base de las directrices de divulgación de los VIM[30], los gestores de activos deben mejorar la transparencia, a fin de ofrecer una mejor base para que los inversionistas comparen fondos. Las calificaciones de los VIM que brindan una evaluación detallada de las operaciones de los fondos, tanto desde la perspectiva de los beneficios financieros como sociales, deben desempeñar un papel cada vez más importante.
3. Muchos fondos se están diversificando hacia la clase de activos de inversión de impacto más amplio. Para enfrentar los mercados cada vez más competitivos y satisfacer el deseo de tener un mayor impacto en la pobreza, varios gestores de activos procuran diversificarse más allá de las microfinanzas tradicionales. Algunos fortalecen la capacidad para invertir en el financiamiento de las pymes y conceden préstamos a través de la formación de consorcios con las IFD, como el BERD, que tiene una larga trayectoria en el financiamiento para las pymes. Otros buscan oportunidades de inversión en sectores como el comercio justo, la salud, la educación, la agricultura y la energía renovable. Estos movimientos representan una tendencia muy bien recibida que procura ampliar el mercado y diversificar la cartera de inversiones y el riesgo. Sin embargo, estos movimientos también se ven acompañados de la incertidumbre ante un territorio no explorado. El éxito de la inversión en las pymes y de la inversión de impacto exige un conjunto distinto de técnicas de evaluación. Esta incursión puede, en última instancia, llegar a ser desalentadora respecto del rendimiento más predecible de las IMF sólidas.

30. Véase CGAP (2010b).

Bibliografía

CGAP. 2011. CGAP Top 10 MIV Survey. Washington, DC: CGAP.

———. 2010a. CGAP Funder Survey 2010. Washington, DC: CGAP.

———. 2010b. "Microfinance Investment Vehicle Disclosure Guidelines: CGAP Consensus Guidelines". http://www.cgap.org/gm/ document-1.9.47636/CG_MIV_Rev.pdf.

———. 2010c. CGAP MIV Survey. Washington, DC: CGAP.

———. 2009a. CGAP Funder Survey 2009. Washington, DC: CGAP.

CGAP/JP Morgan. (De próxima aparición). CGAP/JP Morgan Valuation Survey 2011. Washington, DC: CGAP.

Chen, Greg, Stephen Rasmussen y Xavier Reille. 2010. "Crecimiento y vulnerabilidades en microfinanzas". Enfoques n.° 61. Washington, DC: CGAP. Febrero.

El-Zoghbi, Mayada, Barbara Gähwiler y Kate Lauer. 2011. "Financiamiento transfronterizo de las microfinanzas". Enfoques n.° 70. Washington, DC. Abril.

IMF (International Monetary Report)/CGAP. 2010. "Financial Access Report or the World Bank Group/CGAP Financial Access–2010 Report". Washington, DC: CGAP.

Krauss, Nicolas e Ingo Walter. 2008. "Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?" Nueva York: New York University, 18 de febrero.

Microfinance Focus. 2010. "Ujjivan Microfinance Raises $8.8m through NCDs". 10 de enero. http://www.microfinancefocus.com/content/ujjivan-microfinance-raises-88m-through-ncds.

Reille, Xavier, y otros. 2010. "Todas las miradas sobre la calidad de los activos: Estudio

mundial sobre la valuación de las microfinanzas 2010". Estudio especial n.o 16. Washington, DC: CGAP. Marzo.

Silva, Alex. 2010. "Understanding Failures in Microfinance". Presentación en el Centro para la Inclusión Financiera, Washington, DC. 22 de septiembre.

Sinha, Frances. 2010. "Pilot Comprehensive Ratings of Three MIVs". Presentación en el Foro de Ahorro y Crédito, Organismo Suizo de Desarrollo y Cooperación. 2 de julio.

N.° 71
Mayo de 2011

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

CGAP agradecerá sus comentarios sobre este trabajo.

Todas las publicaciones del CGAP están disponibles en su sitio web: www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, DC
20433 EE. UU.

Tél. : 202-473-9594
Fax : 202-522-3744

Correo electrónico:
cgap@worldbank.org
© CGAP, 2011

Los autores de este número de *Enfoques* son Xavier Reille del CGAP, Sarah Foster y Daniel Rozas. Este número de *Enfoques* se redactó con el apoyo de la investigación de Adrián González de MIX y Yannis Berthouzoz de Symbiotics. Los autores desean agradecer a Alexia Latortue, Deborah Burand, Mayada El-Zogbi y Jasmina Glisovic por los comentarios importantes y la orientación.

Con fines bibliográficos se sugiere citar esta nota de la serie como:
Reille, Xavier, Sarah Forster y Daniel Rozas. 2011. "Inversión extranjera de capital en microfinanzas: Reevaluación de los beneficios sociales y los financieros". *Enfoques* n.° 71. Washington, DC: CGAP. Mayo.