

Ilustración de la valoración del capital social microfinanciero: Pasado y presente

Resumen

Este informe es el resultado de una colaboración entre el CGAP y J.P. Morgan. El CGAP tiene la responsabilidad exclusiva de la impresión y distribución de este Estudio especial. El CGAP no está asociado con J.P. Morgan. Nuestro objetivo es ofrecer criterios para la valoración del capital social microfinanciero, tanto privado como cotizado en bolsa. Nuestro análisis se basa en dos series de datos: una muestra de 144 transacciones de capital privado, que representa el mayor conjunto de datos de este tipo reunidos hasta ahora, y la información sobre 10 instituciones microfinancieras (IMF) y entidades de crédito para clientes con bajos ingresos que cotizan en bolsa¹.

Las IMF se verán ciertamente afectadas por la crisis financiera con repercusiones por todo el mundo, aunque creemos en la solidez fundamental del sector. Las instituciones más grandes, especialmente las que cuentan con fuentes diversas de financiamiento, como los depósitos minoristas, son las mejores posicionadas para gestionar los efectos de la contracción económica y financiera. Pueden cambiar las valoraciones, pero consideramos que el panorama a largo plazo de las inversiones de capital en microfinanzas es positivo.

Las valoraciones del capital privado de las IMF han variado ampliamente durante los últimos años. Las valoraciones medianas de nuestra muestra del capital privado han oscilado entre 1,3x y 1,9x en su evolución con respecto al valor contable, y entre 7,2x y 7,9x en su evolución con respecto a las ganancias en un período de cuatro años, como se muestra en el Cuadro 1 de la página siguiente.

La oscilación considerable de estos indicadores podría deberse a la falta de consenso sobre la valoración de las IMF en el mercado.

Las instituciones financieras para clientes con bajos ingresos (IFCBI) cotizadas en bolsa han obtenido mejores resultados que los bancos. Desde su creación en 2003, nuestro índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos ha superado el índice de *Global MSCI World Financials*² en un 238% (y ha superado sus objetivos en un 8% desde la quiebra de Lehman, en septiembre de 2008). Las acciones de IFCBI tienen ahora un valor ligeramente superior que las de los bancos en términos de precio por valor contable (1,9x valor contable de 2008 para las IFCBI frente a 1,5x para los bancos de países emergentes, a 28 de enero de 2009). En términos de precio frente a ganancias en 2009, las IFCBI se están cotizando un 22% por debajo de los bancos tradicionales, como se muestra en el Cuadro 2.

Los inversores no deben valorar las IMF de la misma manera que valoran los bancos tradicionales. Destacamos cinco características que diferencian a las IMF de los bancos tradicionales, y justifican un método de valoración ligeramente diferente: doble objetivo de rendimiento tanto social como financiero, excelente calidad de los activos, altos márgenes de interés netos (MIN), altos costos operativos y disponibilidad de financiamiento a más largo plazo de los inversores para el desarrollo.

Los múltiplos del valor contable y las ganancias son los indicadores más utilizados, pero también recomendamos el método de los ingresos

¹ Dado que hay pocas IMF que coticen en bolsa, hemos considerado un grupo de 10 instituciones financieras que atienden a personas con bajos ingresos, teniendo en cuenta que sus modelos de negocio son muy diversos.

² El índice *MSCI World Financials* es un índice ponderado de libre flotación del capital. Se desarrolló partiendo de un valor de 100 a 31 de diciembre de 2008.

residuales. Los métodos de valoración del valor relativo, los múltiplos del precio por valor contable y, en menor medida, del precio con respecto a las ganancias, siguen siendo los métodos de valoración más habituales del capital microfinanciero. Un método de valoración absoluta, el método de los ingresos residuales, también sería adecuado para las IMF porque combina el valor contable actual con las ganancias futuras.

Desde nuestro punto de vista, las valoraciones microfinancieras deberían beneficiarse de un beta inferior al de los bancos, pero también merecen un descuento por la limitada liquidez del capital. Dada la mayor resistencia de su negocio, las ganancias de las IMF son generalmente menos volátiles que las de los bancos tradicionales. Al mismo tiempo, las valoraciones merecen

un descuento por liquidez debido al reducido tamaño de las transacciones en el mundo de las microfinanzas. Desafortunadamente, no existen instrumentos para cuantificar este descuento.

El valor de la transacción y el crecimiento del ingreso neto son los factores esenciales de la valoración, como demuestra nuestro análisis estadístico. A continuación presentamos ocho factores que también consideramos importantes: i) tipo de comprador y su posible motivación social; ii) país de la IMF; iii) situación legal de la IMF, en especial si se trata de un banco totalmente regulado; iv) eficiencia operativa; v) apalancamiento; vi) utilización de depósitos minoristas (intermediación financiera); vii) calidad de los activos; y viii) rentabilidad (en términos de ROE).

Cuadro 1. Transacciones privadas: Repunte de los valores en 2008

Año	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra #
	Mediana no ponderada	Promedio	Mediana no ponderada	Promedio	
2005	9,1	7,9	1,6	1,7	28
2006	8,6	7,4	1,5	1,3	37
2007	9,9	7,2	2,5	1,3	37
Sept. de 2008	10,2	7,9	2,2	1,9	38

Fuente: CGAP, J.P. Morgan. El repunte de los valores en 2008 se debe sobre todo a los múltiplos elevados que se aplicaron a un pequeño número de transacciones.

Cuadro 2. Transacciones públicas: Las instituciones financieras para clientes con bajos ingresos registran más PVC pero menos PER que los bancos de mercados emergentes

	PVC			PER		
	07A	08E	09E	07A	08E	09E
Índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos	2,3	1,9	1,6	10,4	7,6	6,5
Bancos de mercados emergentes						
América Latina	2,0	1,9	1,9	8,8	8,6	8,6
Europa emergente	0,9	1,0	0,9	4,4	5,0	6,4
África	1,4	1,2	1,3	6,8	7,2	6,9
Asia	n.d.	1,5	1,4	NA	8,5	8,7
Promedio de los bancos de mercados emergentes	1,4	1,5	1,3	6,3	8,1	8,4

Fuente: Bloomberg, datos de empresas, estimaciones de J.P. Morgan. Precios a 28 de enero de 2009.

Notas acerca del índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos: Se trata de un índice ponderado de la capitalización en el mercado que incluye a seis instituciones financieras que ofrecen servicios financieros a los segmentos con ingresos más bajos de la población, a saber, *Bank Rakyat of Indonesia (BRI)*, *Bank Danamon*, *Compartamos Banco*, *Financiera Independencia*, *IPF* y *African Bank*. Hemos utilizado las estimaciones de J.P. Morgan para las acciones analizadas por esta empresa, y las estimaciones consensuadas de Bloomberg para *IPF* e *Independencia*. Hemos reducido a una tercera parte el peso de *BRI* en el índice, ya que su cartera microfinanciera sólo representa alrededor de un tercio de sus préstamos totales.

Notas acerca del promedio de los bancos de mercados emergentes: Incluimos los promedios ponderados de la capitalización en el mercado de bancos examinados por los analistas de J.P. Morgan, que representan una muestra de 148 bancos en todos los mercados emergentes.

Introducción

La inversión de capital en las microfinanzas es pequeña, pero está creciendo rápidamente. En diciembre de 2008, había 24 fondos de inversión especializados en microfinanzas, que gestionaban activos por un valor total de US\$1.500 millones. Los inversores institucionales también están mostrando interés en este nuevo nicho de mercado. Los principales fondos de pensiones, como TIAA CREF en Estados Unidos y ABP en Europa, han asignado más de US\$100 millones a las microfinanzas como parte de sus estrategias de inversión socialmente responsable (ISR). Otros están examinando este sector y esperando que mejoren las condiciones del mercado para invertir. Las empresas de capital de riesgo como Sequoia y unos cuantos grandes fondos de inversión de capital privado como Legatum³ están tanteando el mercado con pequeñas inversiones de capital en IMF, con posibilidades a corto plazo de ofertas públicas de adquisición (OPA) en mercados emergentes clave, como India.

Mientras aumenta vertiginosamente el interés en invertir capital en las microfinanzas, el propio mercado de capital microfinanciero está dando sus primeros pasos. Las salidas iniciales a bolsa están limitadas todavía por la escasez de IMF en las que se pueda invertir y la ausencia de un mercado secundario organizado. Una gran mayoría de las transacciones son adquisiciones privadas. Hasta la fecha, sólo se han emitido dos OPA puramente microfinancieras (Compartamos de México y *Equity Bank* de Kenya), y las actuales condiciones del mercado no son propicias para nuevas ofertas.

La escasez de información sobre valoración en las microfinanzas plantea un reto importante para convertir el capital microfinanciero en un nicho de inversión. Los inversores y las IMF están buscando referencias comerciales fiables y accesibles para mejorar la fijación del precio del capital accionario. Sin embargo, dada la dificultad para acceder a datos privados, se han realizado muy pocos estudios sobre la valoración del capital microfinanciero⁴.

En este documento intentamos ofrecer algunas referencias útiles para los inversores, los gerentes microfinancieros y los analistas, con el fin de contribuir a la transparencia del mercado.

En el momento de redactar este documento, estamos sumidos en una crisis financiera sin precedentes y una contracción verdaderamente global de la economía. Las carencias de liquidez, las perturbaciones monetarias y la recesión global afectarán a las IMF y sus clientes de diversas maneras⁵. El impacto de la crisis debe volverse más claro durante 2009. A corto plazo, prevemos un aumento del costo del financiamiento debido a la restricción del crédito y la debilitación de las monedas de los mercados emergentes con respecto a los préstamos denominados en dólares. A medio plazo, podemos prever una ralentización del crecimiento y una reducción de la capacidad de ganancia.

Las IMF tendrán que solicitar financiamiento a organismos públicos e instituciones financieras para el desarrollo (IFD) para mantener la liquidez conforme vayan perdiendo financiamiento comercial. Tendrán que fortalecer su capacidad de gestión del activo y del pasivo y ser más cuidadosos que nunca con las normas de crédito para mantener la fenomenal calidad de sus activos. La crisis podría forzar algunas consolidaciones en el sector y es muy probable que ejerza presión sobre las valoraciones. No anticipamos nuevas emisiones de acciones a corto plazo. En el caso de las valoraciones, esperamos que los múltiplos de transacciones privadas disminuyan del valor contable mediano de 1,9x en 2008 a 1x en 2009. Sin embargo, la sólida base del sector microfinanciero y el compromiso de inversores públicos y privados deberían favorecer los precios en el futuro. Las IMF con una base de financiamiento sólida y activos de gran calidad deben salir reforzadas de esta turbulencia, y podemos esperar que las valoraciones vuelvan a subir en 2010.

Nuestra intención es ofrecer un método para la valoración. En este documento, pretendemos

3 Sequoia invirtió US\$11,5 millones en SKS, destacada IMF india, y Legatum invirtió en *Share*, otro líder de las microfinanzas de India.

4 Barclay O'Brien, "Valuing Microfinance Institutions", Savings and Development, Quaterly Review Issue 3-2006, Milán.

5 Véase la Conferencia Virtual del CGAP: "The Financial Crisis and Microfinance", 18-20 de noviembre de 2008.

abordar algunas de las cuestiones clave que afectan a los inversores en microfinanzas y las IMF: ¿Qué características únicas del sector microfinanciero podrían justificar un método de valoración original? ¿Qué metodologías de valoración se utilizan? ¿Qué factores clave influyen en la valoración de las inversiones privadas en microfinanzas? ¿Cuál es el desempeño de las microfinanzas en los mercados privado y público, tanto en términos absolutos como relativos? ¿Qué desafíos tiene por delante este nuevo nicho de mercado en el contexto de la crisis financiera?

Este documento se divide en cuatro partes. En la primera parte, destacamos lo que diferencia a las IMF de los bancos tradicionales. A continuación describimos los métodos de valoración más empleados y su aplicación en el contexto de las IMF. En la tercera parte, analizamos los datos de nuestra muestra de 144 transacciones privadas y examinamos los factores determinantes clave de la valoración. Finalmente, examinamos el desempeño de las instituciones financieras para clientes

con bajos ingresos que cotizan en bolsa y analizamos el impacto de la cotización en el desempeño de la franquicia.

Este informe es el resultado de la colaboración entre el CGAP y J.P. Morgan. El CGAP aporta sus grandes conocimientos sobre el mercado de las microfinanzas y J.P. Morgan aporta sus habilidades para el análisis de capitales y su experiencia en mercados emergentes.

Cuadro 3: Nuestra muestra representa la serie de datos más grande hasta la fecha

	Transacciones (n.º)	Transacciones (US\$)
2005	28	107.969.182
2006	37	19.905.978
2007	37	61.440.959
2008	38	103.893.011
NR	4	3.307.321
Total	144	296.516.451

Fuente: CGAP. NR no relevante.

Metodología y muestra para el estudio

Nuestro análisis se basa en dos muestras originales: una serie de datos de transacciones privadas sobre el desempeño de 60 IMF y una muestra de 10 instituciones financieras para clientes con bajos ingresos (IFCBI) que cotizan en bolsa:

El CGAP recopiló los datos sobre transacciones de capital privado mediante una encuesta estrictamente confidencial realizada en el verano de 2008. Cuatro instituciones financieras para el desarrollo (IFD), 13 vehículos de inversión en microfinanzas (VIM) y 14 IMF facilitaron datos sobre sus transacciones entre 2005 y septiembre de 2008. En el Anexo III se agradece la colaboración de algunos de los encuestados. La muestra consiste en 144 transacciones de capital con 60 IMF de 36 países diferentes. Se trata de la serie de datos más completa hasta la fecha sobre inversiones de capital privado en las microfinanzas. Calculamos que representa alrededor del 50% de las transacciones primarias y el 70% de las transacciones secundarias durante el período 2005-2008. El CGAP siguió procedimientos estrictos para garantizar la total confidencialidad de los datos facilitados. Esto incluye acuerdos de confidencialidad con todos los participantes en la encuesta y políticas de acceso restringido a la base de datos. Sólo cuatro miembros

del equipo del CGAP autorizado por su directora ejecutiva tuvieron acceso a los datos originales. El CGAP estuvo a cargo del control de la calidad de los datos y el análisis preliminar. Sólo se compartieron con J.P. Morgan las cifras agregadas basadas en al menos cinco datos. Estos datos agregados pueden consultarse en el sitio web del CGAP: www.cgap.org. J.P. Morgan no tuvo acceso a la base de datos original.

Los analistas de J.P. Morgan recopilaron la muestra de las IFCBI que cotizan en bolsa⁶. Identificamos 10 IFCBI especializadas en microfinanzas que cotizan en bolsa. Incluyen dos IMF que cotizan en bolsa (Compartamos y *Equity*), cuatro bancos especializados en pequeñas y medianas empresas (PYME) y los créditos a microempresas, y cuatro entidades de crédito a los consumidores. Reconocemos que estas instituciones presentan factores de riesgo y rentabilidad para los inversores diferentes de las IMF tradicionales. No tienen necesariamente un programa social concreto y su cartera de préstamos está menos concentrada en los créditos a microempresas y más expuestas a las crisis económicas. Sin embargo, estas instituciones permiten comparaciones interesantes de las valoraciones con respecto a las IMF debido a que operan en el mismo mercado.

6 CGAP, Microfinance Investment Vehicles (VIM) Disclosure Guidelines for Reporting on Performance Indicators - Microfinance Consensus Guidelines, 2007, <http://www.cgap.org/gm/document1.9.3140/VIM%20Disclosure%20Guidelines%202007.pdf>

Mercado de capital microfinanciero

En 2007, 397 bancos e instituciones financieras no bancarias proporcionaban información a *MIX* (base de datos de referencia sobre el desempeño de las microfinanzas) con una base de capital agregado de, aproximadamente, US\$5.200 millones. El 85% de las inversiones de capital se concentra en las 100 IMF más grandes. Europa oriental y América Latina abarcan casi dos tercios del capital microfinanciero. La emisión de nuevas acciones también está aumentando rápidamente y pasó la cifra histórica de US\$1.000 millones en 2007⁷.

Las IMF se han forjado una trayectoria impresionante, y *MIX* lleva documentando su desempeño financiero desde 1995. En 2007, el valor promedio de los activos de los bancos microfinancieros incrementó un notable 40%⁸. La rentabilidad es sólida con una mediana de rendimiento del capital (ROE) del 14,1% en 2007. La calidad de los activos sigue siendo alta, con tan sólo una mediana del 1,4% de la cartera de préstamos con demoras de pagos de más de 30 días (PAR30). Sin embargo, las IMF se están viendo afectadas por la crisis global, y es probable que se deteriore el desempeño de la industria microfinanciera en 2009.

Con respecto al financiamiento, las IFD como KFW y el BERD han invertido en las microfinanzas desde muy pronto. En 2007, su cartera agregada de inversión en microfinanzas estaba valorada en US\$900 millones con un crecimiento muy rápido. El segundo grupo de inversores está compuesto por 24 fondos especializados centrados en las inversiones en capital, fondos de inversión privada y sociedades de cartera de bancos microfinancieros. Estos fondos todavía tienen un tamaño relativamente pequeño, pero están creciendo muy rápidamente. En diciembre de 2008, se estimaba que gestionaban activos por un valor total de US\$1.500 millones⁹.

Desde 2007, grandes empresas privadas de inversión, como Sequoia y Legatum¹⁰, han invertido en mercados microfinancieros seleccionados como el de India. Estimamos que estas instituciones han invertido más de US\$200 millones. Finalmente, los principales fondos de pensiones que tienen en cuenta la responsabilidad social corporativa (RSC) están adquiriendo activos en fondos de inversión especializados en las microfinanzas.

⁷ Según Adrián González; análisis basado en los datos de *MIX* de 2007.

⁸ Adrián González y otros, *MIX*, basado en los informes de los bancos microfinancieros a *MIX* en 2007.

⁹ Basado en la encuesta del CGAP sobre VIM de 2008 y sus proyecciones del crecimiento en 2008.

¹⁰ Blackstone, *Carlyle eye microfinance firms*, *The Economic Times*, India, 12 de octubre de 2007.

1. Microfinanzas versus banca tradicional

¿Merecen las IMF una prima con respecto a los bancos tradicionales? En esta sección, evaluamos las diferencias y similitudes clave entre los bancos tradicionales y las IMF desde la perspectiva del análisis financiero.

¿Qué diferencia a las finanzas en el sector microfinanciero?

Los coeficientes financieros tradicionales y otros factores empleados para analizar los bancos siguen siendo útiles para el estudio de las IMF. Sin embargo, creemos que las IMF son un tipo singular de instituciones financieras debido a

su modelo de negocio y su clientela. En este capítulo, presentamos cinco características principales de las microfinanzas que diferencian a las IMF de los bancos tradicionales, y se resumen en el Cuadro 4.

A. Doble objetivo

La mayoría de las IMF insisten tanto en su rentabilidad financiera como en su impacto social. El hincapié en este doble objetivo varía considerablemente entre las IMF. Sin embargo, las IMF comparten la característica de reconocer los beneficios positivos que tiene para los clientes el acceso a servicios financieros y la necesidad de adoptar prácticas crediticias responsables.

Cuadro 4. Características clave de las IMF

¿Qué es característico de las microfinanzas?	Razones	Indicador clave
1 Doble objetivo	La mayoría de las IMF se enorgullecen de tener un doble objetivo (es decir, tanto financiero como social). El nivel de insistencia en la misión social depende de la institución.	Saldo promedio pendiente por prestatario como % del PIB per cápita Costo promedio por cliente
2 Altos márgenes de interés netos	Las IMF suelen tener márgenes netos más altos de interés que otras entidades comerciales, debido a que cobran tasas de interés más altas.	Márgenes de interés netos Intensidad de la competencia en el país o la región
3 Activos de gran calidad	La calidad de la cartera de préstamos es un factor esencial de la rentabilidad y requiere indicadores diferentes de los requeridos por los bancos tradicionales, debido a las características específicas de los préstamos de las IMF.	Préstamos pendientes de pago más de 30 días + préstamos renegociados divididos por la cartera bruta de préstamos Coeficiente de castigo
4 Coeficiente alto de los costos operativos	La cuantía relativamente menor y los plazos más cortos de los préstamos hacen que los costos de transacción sean más altos para las IMF.	Costo por prestatario Gastos operativos en función de los activos
5 Financiamiento a más largo plazo	El apalancamiento de las IMF establecidas sólo es ligeramente inferior al de los bancos tradicionales. La principal diferencia es la situación de liquidez: las IMF tienen una diferencia favorable en el vencimiento de activo y pasivo (el plazo de vencimiento promedio del pasivo es más largo que el del activo). Dado su programa social, las IMF pueden atraer financiamiento a largo plazo de instituciones públicas e inversores ISR.	Plazo de pasivos y activos Financiamiento público / Pasivo total Deuda / capital

Fuente: CGAP, J.P. Morgan.

El doble objetivo ayuda a las IMF a atraer préstamos e inversiones blandas de inversores socialmente responsables públicos y privados, un factor positivo para la evaluación del riesgo¹¹. Sin embargo, desde el punto de vista del capital, un doble objetivo justifica un descuento de la valoración. Un negocio con objetivos sociales puede emprender actividades menos rentables para lograr dichos objetivos, como extender su cobertura a áreas remotas o tener clientes que requieren formación para poder serlo. Estos esfuerzos pueden conllevar una estructura mayor de costos de la empresa aunque, en algunos casos, también pueden generar mayor rentabilidad.

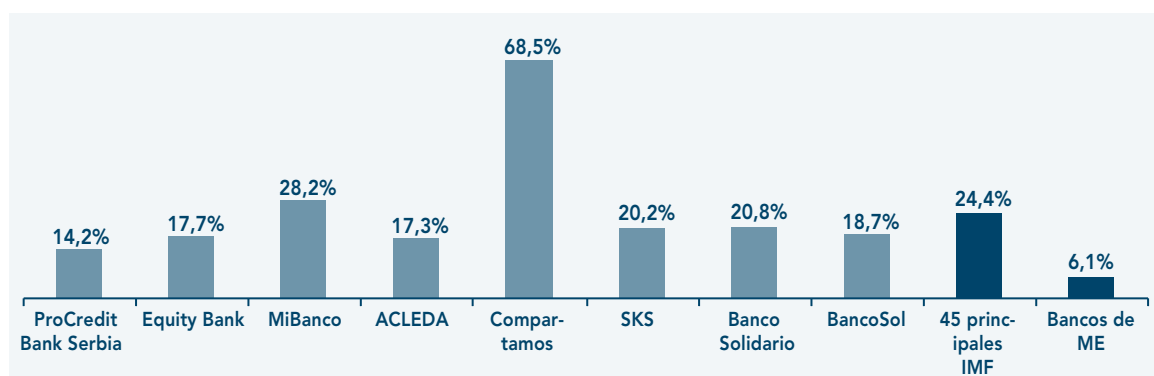
B. Los altos márgenes de interés netos son el resultado de las altas tasas de los préstamos

Las IMF tienen MIN muy superiores¹² a los de los bancos comerciales en los mercados emergentes. Esto se debe a que las instituciones microfinancieras cobran tasas de interés relativamente altas a sus clientes y tienen una competencia limitada. En 2006, la tasa promedio mundial de los préstamos microfinancieros se situó en el 24,8%. Creemos que hay tres explicaciones principales para el nivel de las tasas de interés en las microfinanzas:

- 1. La explicación financiera: los costos más altos (especialmente los costos operativos) justifican tasas más altas.** Los microcréditos conllevan costos relativamente superiores a los de los préstamos tradicionales, con mayores gastos de personal y administrativos como consecuencia de la ubicación de los clientes, el pequeño tamaño de las transacciones y la interacción frecuente con el personal de la IMF.
- 2. La explicación microeconómica: las microempresas son rentables.** Las microempresas pueden generar altos rendimientos, lo que permite a los clientes pagar tasas de interés más altas a las IMF¹³.
- 3. La explicación macroeconómica: competencia limitada.** A pesar del rápido crecimiento en la mayoría de los mercados, siguen existiendo relativamente pocas instituciones financieras para clientes con bajos ingresos, y la competencia en cuanto a las tasas de los préstamos es limitada.

Además, el sector carece de normas claras sobre la publicación de las tasas de interés que se cobran a los clientes. Por ejemplo, algunas IMF expresan sus tasas de interés como una tasa fija en función del saldo inicial del préstamo. La publicación normalizada de la información ben-

Gráfico 1. Los MIN eran mayores para las IMF en 2007



Fuente: Datos de *Mix Market* de 2007, cuando se dispone de ellos. El MIN es el ingreso neto por intereses dividido por el promedio de activos totales (denominado coeficiente de ingresos financieros en el sitio web de *MIX*). En las 45 principales IMF mostramos el promedio no ponderado de todas las IMF con activos totales por encima de US\$150 millones (según *MIX*, en 2007). Los bancos de ME incluyen una selección de los bancos de mercados emergentes examinados por los analistas de J.P. Morgan (salvo en Asia).

11 El foro de inversores europeos en ISR estimó que el valor del mercado mundial de ISR en 2007 fue de 4.900 millones de euros (estudio de Eurosif SRI de 2008).

12 La mediana de MIN para las IMF que proporcionan información a *MicroBanking Bulletin* es del 22%, mientras que el promedio para los bancos de mercados emergentes examinados por los analistas de J.P. Morgan (no se incluyó a Asia) se sitúa aproximadamente en el 6%.

13 Las investigaciones en India, Kenya y Filipinas arrojaron que el rendimiento promedio anual de las inversiones en microempresas iba del 117% al 847%. Helms y Reille, "Los toques máximos para las tasas de interés y las microfinanzas: Su evolución hasta el presente", CGAP, 2004.

eficiaría, probablemente, a los clientes y a los inversores.

Efectos de la crisis en los MIN

La crisis financiera está teniendo un efecto significativo sobre los MIN de las IMF. Las IMF han informado al CGAP del aumento de las presiones sobre la liquidez y de los costos de financiamiento de 200 puntos básicos (pb) a 500 pb desde septiembre de 2008, debido a las condiciones más estrictas de los créditos del mercado interbancario local y los prestamistas extranjeros¹⁴. Para poder mantener estos márgenes, las IMF están subiendo las tasas de sus préstamos, aunque algunas están experimentando dificultades para trasladar la totalidad del aumento de los costos a sus clientes. Estas medidas son impopulares en el contexto de la crisis económica y pueden ser incompatibles con la agenda social de las IMF.

No todas las IMF se verán afectadas por la escasez de créditos. Las IMF con una proporción alta de depósitos a la vista y de ahorro dependen menos de los préstamos de los bancos. Además, les debe ir mejor a las IMF con acceso a financiamiento oficial o préstamos concesionales de inversores para el desarrollo, que podrán mantener niveles cómodos de MIN.

C. La alta calidad de los activos es consecuencia del método original de recopilación de datos

Históricamente, la calidad de los activos de las IMF ha sido mejor que la de los bancos tradicionales en mercados emergentes. Las IMF han desarrollado técnicas originales de crédito. Éstas incluyen un buen conocimiento de la clientela, respaldado por visitas frecuentes a las empresas clientes; garantías no tradicionales, como garantías de grupo; y sistemas de información excelentes que hacen un seguimiento semanal o incluso diario de los pagos atrasados. Las IMF cuentan además con fuertes incentivos para el desempeño: los clientes

que reembolsan los préstamos pueden acumular un buen historial de crédito y acceder a mejores préstamos en mejores condiciones. Los oficiales de crédito de las IMF también tienen fuertes incentivos financieros para asegurarse del reembolso, porque la parte variable de su remuneración depende de la calidad de la cartera. Todos estos factores se traducen en una mayor calidad de los activos. Durante los últimos 10 años, las IMF que proporcionan informes a *MicroBanking Bulletin* han registrado una alta calidad de los activos, con un promedio de pagos de préstamos atrasados más de 30 días (PAR30) constantemente por debajo del 4%¹⁵.

El PAR30 registra el valor de todos los préstamos vigentes (principal e interés) que tienen un pago pendiente más de 30 días. Es importante analizar el PAR30 conjuntamente con el coeficiente de castigo, con el fin de asegurarse de que la IMF no está manteniendo un PAR30 bajo mediante el castigo de préstamos morosos.

Efecto de la crisis sobre la calidad de los activos

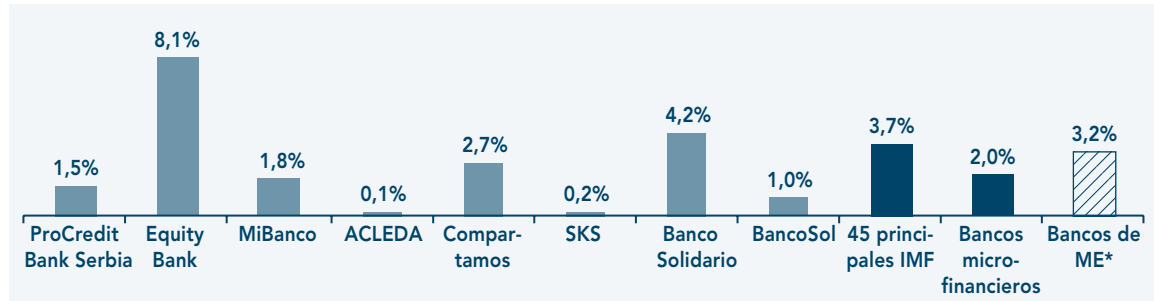
En enero de 2009, el efecto de la actual crisis económica sobre la calidad de los activos todavía no era aparente. El microcrédito ha demostrado su resistencia a las perturbaciones económicas en el pasado, como durante las crisis de Asia oriental y América Latina. Esto se debe a que los clientes de las microfinanzas suelen operar en el sector informal y están menos integrados en la economía global. También suelen proveer productos esenciales, como alimentos o servicios básicos, para los que siempre hay una gran demanda, incluso en tiempos de crisis. Sin embargo, la actual crisis financiera y su triple efecto de la recesión económica, la caída de las remesas y el aumento del precio de los alimentos no se habían experimentado antes. Esto podría traducirse fácilmente en una reducción de la calidad de los activos de las IMF.

Las IMF bien gestionadas con una política conservadora de crédito y especializadas en préstamos a

14 A principios de 2008, la mayoría de los prestamistas extranjeros acordaba valores más bajos a los riesgos de país (véase Reille y Forster, Enfoques n.º 25, CGAP).

15 Teniendo en cuenta el breve plazo de vencimiento del préstamo (con frecuencia menos de un año) y la frecuencia de los reembolsos (con frecuencia semanales), analizamos los préstamos pendientes de pago más de 30 días, en lugar de 60 o 90 días, como es habitual en el caso de los bancos tradicionales.

Gráfico 2. PAR30, en 2007: Buena calidad de los activos



Fuente: Mix Market. J.P. Morgan. Datos de 2007.

Muestra de las 10 IMF más grandes especializadas en préstamos a microempresarios. BRI y *Grameen Bank*, la IMF más grande y la tercera más grande del mundo, respectivamente, según MIX, no se incluyen en nuestra muestra porque no disponen de información sobre PAR. En las 45 principales IMF mostramos el promedio no ponderado de todas las IMF con activos totales por encima de US\$150 millones (según MIX, en 2007). El dato sobre bancos microfinancieros es el promedio no ponderado de todos los bancos microfinancieros registrados por MIX. Los bancos de ME incluyen una selección de los bancos de mercados emergentes examinados por los analistas de J.P. Morgan (salvo en Asia).

*En el caso de los bancos de ME, mostramos el coeficiente de préstamos improductivos sobre los préstamos totales, que determina normalmente la proporción de préstamos pendientes de pago más de 90 días. Por lo tanto, el coeficiente de los bancos no es directamente comparable con PAR30, pero nos da una indicación de la calidad relativa de los activos.

microempresas deberían conservar su resistencia. Las IMF con criterios débiles de crédito y gran exposición a pequeñas y medianas empresas (PYME), vivienda y préstamos a los consumidores serán probablemente las más afectadas.

D. Los altos costos operativos son consecuencia del pequeño tamaño de las transacciones

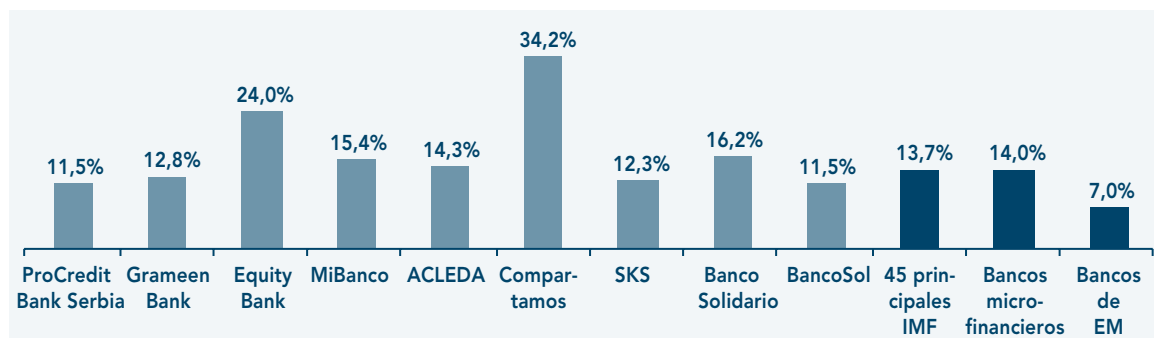
Los costos de la concesión de microcréditos son altos debido a la pequeña cuantía de los préstamos, la ubicación de la clientela y el alto nivel de interacción entre los clientes y el personal de las IMF. La eficiencia es una preocupación fundamental porque las IMF necesitan más personas y recursos admin-

istrativos por cada dólar prestado que los bancos tradicionales. Como se puede observar en el Gráfico 3, las IMF muestran costos operativos mucho más altos que los bancos tradicionales.

Sin embargo, la estructura de costos de las IMF tiende a mejorar con el tiempo como resultado de las economías de escala, la mejora de la tecnología crediticia y el aumento de la cuantía promedio de los préstamos. La competencia también puede ejercer presión sobre los márgenes de las IMF y generar mejoras de la eficiencia.

En términos de indicadores, el coeficiente de los gastos operativos con respecto a los activos totales o de los gastos operativos con respecto

Gráfico 3. El gasto operativo con respecto a la cartera de préstamos brutos es mayor para las IMF que para los bancos tradicionales, en 2007



Fuente: MIX, J.P. Morgan. Datos de 2007. En el caso de *ProCredit*, el porcentaje indica la proporción entre gastos operativos y activos totales. El promedio de las 45 principales IMF y de los bancos de ME no se ha ponderado. Los bancos de ME incluyen una selección de los bancos de mercados emergentes examinados por los analistas de J.P. Morgan (salvo en Asia). El dato sobre bancos microfinancieros es el promedio no ponderado de todos los bancos microfinancieros registrados por MIX.

a los préstamos totales parece el más relevante. Otras medidas habituales son el costo por prestatario (gastos operativos y número promedio de prestatarios activos), la productividad del personal (número de prestatarios activos y personal total) y la productividad del oficial de préstamos (número de prestatarios activos y número de oficiales de préstamos).

Efecto de la crisis sobre los costos operativos

Las IMF han experimentado un aumento de sus costos operativos en la primera mitad de 2008, como consecuencia de la inflación y el encarecimiento de los insumos. Los costos de personal y de transporte han sido los más afectados, con una subida de más del 30% registrada en países de América Latina. En 2009, se espera que la inflación recupere niveles normales, y así reducirá la presión para el aumento de los salarios y los costos de transporte. Sin embargo, la eficiencia operacional, medida como los costos operativos con respecto a los préstamos, podría reducirse como resultado del crecimiento lento o incluso negativo de la cartera de microcréditos. La productividad del personal de las IMF también podría verse afectada cuando los agentes de crédito dediquen más tiempo al seguimiento y la recaudación de préstamos.

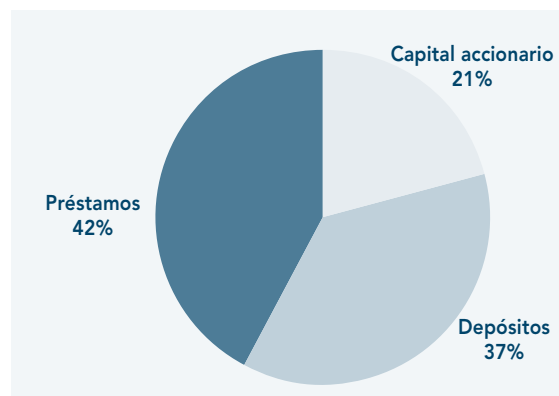
E. Financiamiento a más largo plazo

En algunos mercados, la restricción del crédito está afectando a las IMF al hacer que los fondos sean más difíciles de obtener, más costosos y con plazos de vencimiento más cortos. Por lo tanto, en nuestro análisis hemos prestado especial atención a la parte del pasivo del balance contable de las IMF: capital, depósitos y otras formas de financiamiento. Las microfinanzas tienen tres diferencias importantes con respecto a la banca tradicional.

Las IMF tienen generalmente menos apalancamiento que los bancos tradicionales

En general, las IMF suelen tener menos apalancamiento (capital total con respecto a los activos)

Gráfico 4. Desglose del financiamiento de bancos microfinancieros



Fuente: Datos de *MicroBanking Bulletin* sobre todos los bancos (2007). Los depósitos abarcan los depósitos a la vista, el ahorro, los depósitos a plazo y los depósitos de otros bancos.

que los bancos tradicionales. Nuestro promedio ponderado para las 45 principales IMF (con activos por encima de los US\$150 millones) se sitúa en el 19%, claramente por debajo de los índices de J.P. Morgan sobre los bancos en mercados emergentes¹⁶.

Sin embargo, el apalancamiento está aumentando con el tiempo, y las IMF más grandes y antiguas están alcanzando niveles comparables a los bancos tradicionales, como se muestra en el Gráfico 5.

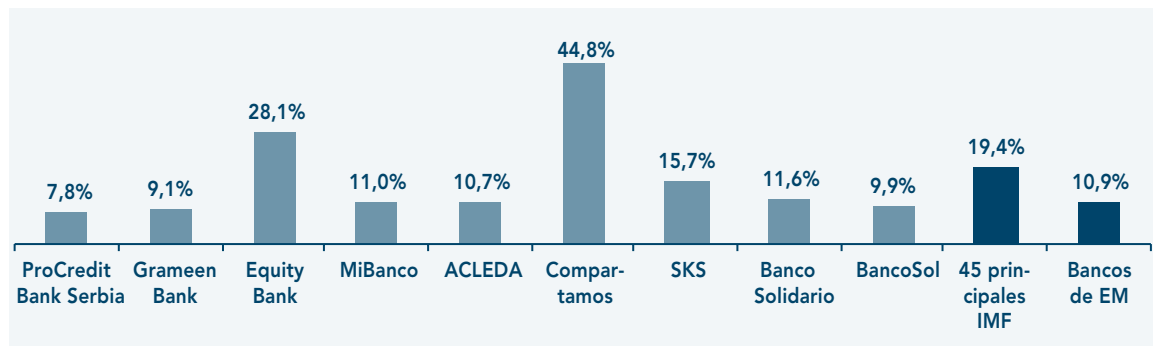
Los depósitos no son necesariamente una fuente más estable y menos cara de financiamiento

El costo del financiamiento a través de depósitos minoristas (en particular, los depósitos a la vista, que no están habitualmente remunerados) no es necesariamente menor que el de otras fuentes de financiamiento. Esto se debe a que la captación y atención de pequeños préstamos conlleva un alto costo y exige una infraestructura física más cara.

Como ocurre con los bancos tradicionales, algunos tipos de depósitos de las IMF son menos estables que otros. Los grandes depósitos institucionales o interbancarios pueden modificarse rápidamente, mientras que los depósitos minoris-

¹⁶ Los indicadores representan una amplia selección de los bancos de mercados emergentes examinados por los analistas de J.P. Morgan (salvo en Asia).

Gráfico 5. Las IMF más grandes tienen un apalancamiento similar al de los bancos tradicionales. Sin embargo, en promedio, el coeficiente de capital frente a los activos es inferior en los bancos, en 2007



Fuente: Mix Market. No se dispone de información sobre el apalancamiento de BRI. Muestra de las 10 IMF más grandes especializadas en préstamos a microempresarios. No disponemos de datos sobre BRI. También mostramos el promedio de todas las IMF con activos totales por encima de US\$150 millones (según MIX, en 2007). Para esta muestra extendida de las 45 principales IMF, utilizamos una definición amplia de las microfinanzas. El promedio de las 45 principales IMF y de los bancos de ME no se ha ponderado. Los bancos de ME incluyen una selección de los bancos de mercados emergentes examinados por los analistas de J.P. Morgan (salvo en Asia).

tas (tanto a la vista como de ahorro) tienden a ser más estables.

Préstamos: La característica clave es el vencimiento más largo

Gracias a su agenda social, las IMF pueden atraer financiamiento a más largo plazo de los organismos públicos, los fondos especializados en microfinanzas y las instituciones de desarrollo¹⁷. Esto ofrece a la IMF un desfase positivo del plazo entre el pasivo (plazo más largo) y los activos (normalmente menos de un año).

Efecto de la crisis en la situación de liquidez de las IMF

Las grandes IMF no deberían sufrir una restricción importante de la liquidez en 2009 gracias a su desfase favorable de los vencimientos y el acceso a mecanismos de emergencia de inversores públicos y fondos oficiales, como la IFC, KfW y el BID. Sin embargo, la mayor parte de esta inversión extranjera se realiza en divisas, lo que acarrea un riesgo cambiario grande y, con frecuencia, no cubierto, para las IMF. Las IMF expuestas a las deudas en divisas ya han sufrido fuertes pérdidas cambiarias desde

septiembre de 2008, como consecuencia de la depreciación de las monedas de los mercados emergentes con respecto al dólar de Estados Unidos. Es probable que el riesgo cambiario sin cobertura sea una cuestión clave para las IMF en 2009.

En general, creemos que las IMF con acceso a fondos públicos, una base sólida de ahorro minorista y cobertura al riesgo cambiario capearán mejor la crisis financiera actual.

Cinco características principales diferencian a las IMF de los bancos tradicionales. Sin embargo, la pregunta sigue siendo si las IMF merecen una prima o un descuento con respecto a los bancos. Hay argumentos tanto a favor (MIN más altos, mayores posibilidades de crecimiento, acceso a financiamiento a largo plazo de inversores para el desarrollo y mayor resistencia a la recesión económica) como en contra (agenda social, pequeño tamaño, menor eficiencia y el riesgo para la reputación que conlleva prestar dinero a los pobres). La prima o el descuento deben evaluarse caso por caso, partiendo de las características de la IMF y el entorno comercial.

¹⁷ El plazo de vencimiento promedio de los préstamos de los fondos de inversión en microfinanzas es de 36 meses, y de 60 meses en el caso de las IFD. CGAP MIV Survey, 2008.

2. Descripción técnica de los métodos de valoración

En esta sección se tratan los métodos utilizados normalmente para la valoración del capital. Las tres técnicas de valoración más empleadas incluyen dos tipos de múltiplos y los futuros flujos de fondos. Los múltiplos pueden basarse en valores históri-

cos (anual) o las previsiones futuras (previsto) de transacciones previas de las mismas instituciones o transacciones comparables de otras instituciones.

El Cuadro 5 resume cuatro métodos y destaca sus relativas ventajas y desventajas. Los inversores tienden a utilizar métodos de valoración tanto absoluta como relativa. Recomendamos el análisis del

Cuadro 5. Resumen de las ventajas y las desventajas de los métodos de valoración usados habitualmente

Método	Ventajas	Desventajas
Múltiplo: Precio-Valor Contable	<ul style="list-style-type: none"> • Sencillo y el que más se usa en el sector • Dado que el valor contable siempre es positivo, el PVC siempre es significativo • El análisis de múltiplos es una manera alternativa de abordar la cuestión de primas y descuentos 	<ul style="list-style-type: none"> • La comparación con otras transacciones es difícil por las diferencias de contexto, normas de contabilidad, tratamiento fiscal y apalancamiento de las instituciones (no realmente comparable) • El valor contable no indica la futura capacidad de la institución para obtener ingresos • El valor contable puede estar sujeto de reducción de capital • La comparación de múltiplos está sujeta a la exuberancia del mercado (burbujas)
Múltiplo: Precio-Beneficio	<ul style="list-style-type: none"> • Sencillo y ampliamente utilizado en el sector • El análisis de múltiplos es una manera alternativa de abordar la cuestión de primas y descuentos 	<ul style="list-style-type: none"> • La comparación con otras transacciones es difícil por las diferencias de contexto, normas de contabilidad, tratamiento fiscal y apalancamiento de las instituciones (no realmente comparable) • No puede usarse si los ingresos son negativos; se usa sobre todo cuando hay ingresos estables y previsibles • La evolución de los ingresos no indica la futura capacidad de la institución para obtener ingresos • La comparación de múltiplos está sujeta a la exuberancia del mercado (burbujas)
Análisis del flujo de fondos descontado	<ul style="list-style-type: none"> • Método de valoración detallada • Método conceptualmente sólido, porque el inversor debe estar dispuesto a pagar el valor actual de los futuros flujos de fondos 	<ul style="list-style-type: none"> • No es apropiado para IMF noveles, para las que las presunciones futuras pueden no ser realistas • La valoración es muy sensible al valor terminal y la tasa descontada, ya que ambos están sujetos a error por naturaleza • No es el mejor método en el caso de los accionistas minoritarios, porque sólo los accionistas mayoritarios pueden decidir el uso de los futuros flujos de fondos
Ingreso residual	<ul style="list-style-type: none"> • Método de valoración detallada • Método conceptualmente sólido, porque agrega el valor actual del ingreso residual previsto al valor contable corriente • Método conceptualmente sólido, porque incluye un cargo por el capital accionario • El valor terminal representa una parte menor de la valoración total, en comparación con el método del flujo de fondos descontado • Adecuado para IMF noveles que podrían no tener ingresos a corto plazo 	<ul style="list-style-type: none"> • La valoración es muy sensible a la tasa descontada • No es adecuado si se espera que la estructura de capital de la IMF cambie significativamente

ingreso residual porque se trata de buen método de valoración absoluta; también recomendamos a los inversores que cotejen la valoración con múltiplos de transacciones y empresas comparables empleados para la valoración relativa.

Valoración relativa: Múltiplo del PVC

El múltiplo del precio con respecto al valor contable (PVC) es el coeficiente del precio de mercado de la acción con respecto al valor contable por acción de la empresa. Para determinar el valor contable, restamos los activos totales al pasivo total. Ya que sólo estamos analizando el valor de las acciones ordinarias, también sustraemos el valor de las acciones preferenciales. Al tratarse de una partida del balance, el valor contable es acumulativo por naturaleza (a diferencia de las ganancias por acción, que son una partida circulante) y representa la inversión de los accionistas de la empresa en el tiempo. El factor determinante del PVC es el rendimiento del capital (ROE, por su sigla en inglés) de la institución.

Las compañías financieras retienen habitualmente una parte considerable de activos relativamente líquidos, lo que hace que el PVC sea una medida de valoración ampliamente utilizada y relevante en el sector de los servicios financieros. El valor contable pretende reflejar el valor neto de mercado de los activos. En el caso de las instituciones financieras, el valor contable también se denomina valor neto de los activos (VNA). En el caso de las instituciones no financieras, el balance suele reflejar los valores históricos de los activos.

Una de las principales limitaciones de este coeficiente es que el valor contable no tiene en cuenta algunos activos que podrían ser esenciales para la empresa, como el valor del capital humano. En la mayoría de los casos, las IMF suelen tener muy pocos activos intangibles o renombre comercial. Sin embargo, los inversores deben examinar las políticas de castigo (que varían según las IMF) y los riesgos cambiarios sin cobertura para ajustar los valores contables, dado que estos dos elementos pueden afectar significativamente al capital.

El cálculo del múltiplo del PVC es, con mucho, la metodología más utilizada en las microfinanzas.

Valoración relativa: Múltiplo del PER

El múltiplo PER es el coeficiente del precio de mercado por acción con respecto a las ganancias por acción (GPA) de la empresa.

Normalmente, se utilizan dos tipos de medidas del PER: el PER anual y el PER previsto. El PER anual compara el precio actual de mercado con las GPA de la empresa en los últimos 12 meses. Ésta es la medida que se cita habitualmente en la prensa. El PER previsto compara el precio actual de mercado de las acciones con las GPA previstas en el futuro. El factor determinante del múltiplo del PER es el crecimiento de las GPA estimado para la institución.

La principal ventaja del múltiplo del PER es que los analistas y los inversores se concentran principalmente en la capacidad de ganancias (GPA). Y por este motivo su uso y su reconocimiento son generalizados.

Las principales limitaciones del múltiplo del PER residen en que las ganancias pueden ser volátiles, e incluso negativas, en cuyo caso el PER es insignificante. Esto es particularmente cierto en el caso de las IMF jóvenes. Además, las empresas pueden tener diferentes normativas contables, lo que dificulta las comparaciones entre períodos y empresas. En concreto, las diferentes políticas de constitución de provisiones para los préstamos incobrables y las deducciones fiscales pueden tener una repercusión significativa sobre el ingreso neto registrado por la empresa. Como ocurre en el caso del valor contable, se espera que los analistas ajusten las cifras de ingresos netos en función de las diferentes políticas contables para que reflejen la capacidad real de ganancias de la empresa.

Es importante tener en cuenta que el múltiplo del PER refleja la posible dilución de las ganancias provocada por la conversión de opciones, certificados y bonos convertibles en acciones ordinarias.

Valoración absoluta: Descuento de futuros flujos

La definición de los futuros flujos de ganancias y su descuento de los actuales es otro método habitual de valoración. La principal ventaja de este método de valoración es que es más detallado que el análisis de múltiplos. Requiere predicciones explícitas de los ingresos de la empresa en una serie de años (lo más frecuente es que las previsiones sean de 5 a 10 años). Por otro lado, dado su gran nivel de detalle, también se trata de una metodología compleja que exige entender las asunciones básicas para las proyecciones de los ingresos.

Esta valoración del flujo de fondos descontado (FFD) es apropiada para las IMF que están creciendo rápidamente. En nuestro estudio de las transacciones privadas, menos del 10% de los encuestados usaban el método de FFD, mientras que todos los inversores usaban los múltiplos del PVC y la mayoría también utilizaba los múltiplos del PER.

Se pueden descontar diferentes tipos de flujos de ganancias, dependiendo de la definición del flujo de fondos que se elija. El propósito de este método es determinar la capacidad de ganancias de una empresa y, por lo tanto, la cantidad de dinero que va a generar para los inversores. Algunos analistas pueden decidir que los dividendos son una buena variable para este cálculo, mientras que otros podrían examinar el flujo de fondos libres para la empresa (FFLE), flujo de fondos libres para los accionistas (FFLA), que se describe a continuación, o el ingreso residual (descrito más adelante). Al final del período fijado para la predicción, se obtiene un valor final calculado asumiendo una tasa constante de crecimiento de las ganancias en un futuro indeterminado. Una vez definidos, estos futuros flujos de fondos se descuentan de los actuales mediante un factor de descuento (en definitiva, estos cálculos sirven para obtener el valor actual de los futuros flujos de fondos).

La dificultad de valoración de los FFD reside en su dependencia de dos datos: i) la tasa de crecimiento final de las ganancias y ii) la tasa de descuento empleada (el costo del capital). Una limitación importante de las valoraciones de los FFD es que una parte considerable del valor final del capital

se deriva del valor final, que es muy sensible a las variaciones de estas dos variables. Los cambios de estas estimaciones provocan grandes variaciones del precio calculado.

En el caso de las IMF, los métodos más adecuados para los FFD son el modelo de FFLA y el análisis del ingreso residual. Los modelos de descuento de los dividendos son más relevantes para instituciones financieras estables y maduras que tengan una política de dividendos establecida.

FFLA

El cálculo del FFLA empieza por los flujos de fondos para los accionistas de la empresa. Consiste en la suma del flujo de fondos operacionales (los ingresos netos más las partidas de transacciones no monetarias, como las provisiones), el flujo de fondos de inversión y el flujo de fondos de financiamiento. Dado que sólo representan el dinero disponible para los accionistas, se descuentan en función del costo de las acciones.

Análisis del ingreso residual

A diferencia de las técnicas puramente de FFD, que predicen y actualizan el valor de los futuros flujos de fondos, el modelo del ingreso residual es un híbrido que empieza por calcular el valor contable actual y agrega el valor actualizado del ingreso residual previsto en el futuro. El ingreso residual es la diferencia entre el ingreso neto y el costo de oportunidad para los accionistas de la inversión en IMF (costo de la acción multiplicado por su valor contable). La principal ventaja de este método con respecto al simple FFD es que el valor final representa una parte más pequeña de la valoración total.

Es especialmente útil en situaciones en las que la empresa no esté pagando dividendos o los pague de manera irregular. Además, en el caso de las IMF jóvenes y en fase de crecimiento que sólo generarán un flujo positivo de fondos libres en el futuro, es más fácil usar el valor contable actual como base para la valoración. Sin embargo, el método podría no ser adecuado para las empresas que vayan a experimentar un cambio drástico de su estructura de capital, especialmente las IMF que aumenten su apalancamiento o tengan previsto realizar adquisiciones.

Comentarios sobre el costo del capital

El costo del capital (CDC) es el rendimiento que esperan obtener los proveedores de capital accionario. El método más habitual para determinar el CDC es el modelo de determinación del precio de los activos de capital (MDPAC), en el que el CDC es la suma de la tasa libre de riesgo (r) y la prima por el riesgo de las acciones. Esta prima es la multiplicación del beta de las acciones (β) (sensibilidad del precio de las acciones a los cambios del rendimiento comercial) y la prima de riesgo del mercado (PRM), que es el rendimiento comercial esperado con respecto a la tasa libre de riesgo.

$$CDC = r + \beta * PRM$$

La tasa libre de riesgo se calcula en función del rendimiento a largo plazo de los bonos del Estado. Los inversores usan normalmente el rendimiento de los bonos a 10 años del Gobierno de Estados Unidos como referencia para la tasa libre de riesgo y le agregan el riesgo de país. La PRM es el rendimiento previsto a largo plazo del mercado (en este caso, el mercado de capitales) con respecto a la tasa libre de riesgo. De acuerdo con el cálculo convencional, consideramos un promedio de la PRM de 5%. Siguiendo la evolución histórica, el análisis indica que la prima de riesgo del capital se sitúa en 5%–7%¹⁸.

Comentarios sobre el beta y el efecto de diversificación

La principal incógnita en esta ecuación del MDPAC es por lo tanto β . Como se ha señalado anteriormente, beta representa la sensibilidad del precio de las acciones a los cambios en un mercado de capitales específico. Un beta de 0,9 significa que el precio de las acciones de la empresa se multiplica por 0,9 cuando el índice de referencia se multiplica por 1. Por lo tanto, agregar acciones con un beta inferior puede contribuir a minimizar la volatilidad general de la cartera de inversiones.

Creemos que, a largo plazo, las IMF deberían tener un beta inferior al de las instituciones financieras tradicionales y, por lo tanto, deben ofrecer beneficios por la diversificación a los gerentes de carteras.

Hay tres razones principales que respaldan nuestra asunción sobre el carácter anticíclico de las IMF:

- 1. Las IMF tienen técnicas originales de gestión del riesgo** Las siguientes características de las microfinanzas pueden considerarse técnicas eficaces de gestión del riesgo: desembolsan pequeños préstamos con vencimientos más cortos, mantienen una clientela numerosa, tienen un conocimiento cercano y directo con el cliente, utilizan incentivos dinámicos condicionando nuevos préstamos al reembolso total de los anteriores, exigen a los prestatarios que depositen una parte del préstamo en un banco y a veces utilizan el conocimiento de sus colegas sobre la capacidad de reembolso de un prestatario y la presión social. Según la evolución histórica de los datos sobre morosidad, parece que estas técnicas compensan de sobra la ausencia de garantías.
- 2. Su clientela opera en sectores más seguros.** Los clientes microfinancieros suelen operar en el sector informal y están menos integrados en la economía formal. Comercian con productos de bajo precio y esenciales, como alimentos y ropa. Dado que atienden las necesidades de su comunidad más cercana, los beneficiarios de microcréditos también dependen menos de las importaciones y las fluctuaciones monetarias.
- 3. El financiamiento de las IMF suele tener un vencimiento más largo que sus activos.** Como se mencionó anteriormente, creemos que las IMF, en general, tienen un desfase de vencimientos favorable. Esto se debe principalmente a que pueden obtener líneas de crédito de organismos públicos, IFD e inversores sociales, que suelen tener una permanencia larga.

Las evidencias empíricas indican normalmente que las IMF funcionan mejor que otras instituciones financieras cuando se produce una recesión económica, especialmente en cuanto a la calidad de los activos. La resistencia de las microfinanzas a las perturbaciones económicas se ha documentado en numerosos estudios de casos de países (como Indonesia, Bolivia y México)¹⁹. En 2001, una desaceleración en Estados Unidos afectó el sector de la banca tradicional de México, pero tuvo escasas consecuencias sobre las operaciones de Compartamos. A los bancos micro-

18 Dimson, Marsh y Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002.

19 Glenn D. Westley, "Microfinance in the Caribbean: how to go further", Banco Interamericano de Desarrollo, 2005, Documento técnico.

financieros de Indonesia les fue mucho mejor que a los bancos tradicionales durante la crisis de 1999, especialmente en lo relativo a la calidad de los activos. Dos análisis econométricos recientes tampoco observaron ninguna correlación firme ni estadísticamente significativa entre el crecimiento del PIB y el desempeño financiero de las IMF, aunque los datos son todavía demasiado escasos para extraer una conclusión definitiva²⁰.

Al mismo tiempo, reconocemos que las IMF están más expuestas a los riesgos reglamentarios. Los cambios de los reglamentos bancarios, como los topes en las tasas de interés, pueden menoscabar la rentabilidad de las microfinanzas. Las IMF que conceden préstamos a los pobres con tasas de interés relativamente altas están sometidas a la presión política y el escrutinio de los medios de comunicación.

Sin embargo, nuestra opinión general es que las IMF suelen presentar un menor riesgo operacional que los bancos tradicionales, lo que justifica a su vez un beta inferior.

Comentarios sobre la liquidez

La mayoría de los inversores en el mundo de las microfinanzas restan cierta liquidez (o falta de liquidez) a la valoración normal, lo que refleja la ausencia de un mercado líquido para las acciones de las IMF. Partiendo de nuestras conversaciones con participantes en este mercado, creemos que los descuentos razonables por falta de liquidez oscilarían entre el 10% y el 30% del valor normal de la IMF. El valor del descuento depende de una serie de factores, como la liquidez de la bolsa local en el que se cotiza la IMF, el porcentaje de libre flotación y la estructura accionaria.

Los estudios académicos han intentado aplicar conceptos relacionados con la fijación de precios de opciones al problema de la liquidez, valorando la liquidez de manera similar a una opción de venta de una acción (opción de rescate anticipado)²¹. Creemos que este método es interesante a nivel conceptual, pero ofrece escasas orientaciones

prácticas a los inversores, debido a las limitaciones de las asunciones del modelo.

Consideramos que los métodos de valoración relativa (comparación de transacciones y empresas) permiten a los inversores eludir el problema de los descuentos por liquidez (y otros descuentos aplicables) y deben usarse, por lo tanto, en conjunción con los métodos de valoración absoluta antes descritos.

Los métodos de valoración son complementarios

En algunos casos (sobre todo el de las IMF indias), nos hemos encontrado con métodos de valoración más originales, como los múltiplos del precio por valor contable o del precio por número de clientes. Lo que nos recuerda a los múltiplos empleados para valorar las empresas de Internet (antes de que estallara la burbuja). El argumento para utilizar estos múltiplos es que una IMF debería poder obtener valor de su cartera de préstamos y cada uno de sus clientes. Sin embargo, creemos que estos múltiplos tienen un uso limitado, ya que no ofrecen una referencia para que puedan extraer conclusiones los inversores, que terminarán por analizar el valor contable actual y la futura capacidad de obtener ganancias.

Pueden utilizarse los modelos de valoración basados en un método absoluto (FFD, ingreso residual) o en un método de comparación de transacciones. Cuando las presunciones de los modelos son consistentes, estos métodos diferentes deben arrojar valores similares. En la práctica, puede que no siempre sea posible predecir todas las variables con el mismo nivel de precisión.

En el caso de una IMF joven con rápido crecimiento, el modelo del ingreso residual puede resultar más útil debido a la dificultad de proyectar los futuros flujos de fondos. El modelo de FFD es más adecuado para las IMF consolidadas con un flujo de ganancias estable. Como ocurre con la mayoría de las empresas, el análisis de la evolución de los múltiplos de empresas o transacciones comparables es una comprobación importante y necesaria dentro del proceso de valoración.

20 Adrián González, "Resilience of microfinance institutions to national macroeconomic events: an econometric analysis of IMF asset quality", MIX discussion paper No 1, Washington DC, 2007; Nicholas Krauss y Walter I., "Can microfinance reduce portfolio volatility?" NYU Stern School of Business, Working paper, Nueva York, 2008.

21 Dyl, Edward y George Jiang, "Valuing Illiquid Common Stock", *Financial Analysts Journal*, vol. 64, Number 4, pp. 40-47.

3. Valoración de las transacciones de capital privado en las instituciones microfinancieras

En esta sección, analizamos una muestra de transacciones de capital privado en IMF. Nuestra muestra abarca 144 transacciones realizadas entre enero de 2005 y septiembre de 2008, con un valor agregado cercano a los US\$300 millones (véase el Cuadro 6). Como explicamos anteriormente, el CGAP recopiló y procesó los datos de las transacciones, que comunicó a J.P. Morgan en forma agregada. El objetivo era proteger la confidencialidad de los datos básicos y el anonimato de los encuestados. En el sitio web del CGAP (www.cgap.org) se pueden consultar los cuadros con datos agregados sobre la valoración del capital²².

Nuestro análisis se centra en la evolución de los múltiplos (es decir, evolución del precio por ganancias y evolución del precio por valor contable, que también se denominan múltiplos anuales). Aunque también disponemos de múltiplos previstos, creemos que nuestro análisis es más sólido cuando se basa en datos auditados que en las estimaciones de ganancias previstas.

Realizamos un análisis estadístico de la serie de datos y exploramos la influencia de 16 variables sobre la valoración de las IMF. Aunque la serie de datos es limitada, nuestro análisis ofrece información sobre los índices de mercado de las transacciones de capital privado y los factores determinantes de la valoración.

Valoraciones entre 1,3x y 1,9x del valor contable; 7,2x y 7,9x de las ganancias

La mediana de los múltiplos durante los últimos cuatro años fue de entre 1,3x y 1,9x en el caso del PVC, y de entre 7,2x y 7,9x en el caso del PER. Como muestra el Cuadro 7, bajaron en 2006 y 2007, pero se recuperaron en 2008. El nivel máximo de 2008 podría deberse a la aportación relativamente cuantiosa de los fondos microfinancieros en 2007 y una conversión de deuda en capital. El gran número de fondos invertibles se aplicó a un número relativamente pequeño de transacciones que promovió el aumento de los múltiplos de valoración.

Nuestro análisis se basa principalmente en la mediana de los múltiplos (PVC y PER) para compensar los efectos de los valores atípicos, aunque también presentamos los promedios no ponderados (véase el Cuadro 7). En el Cuadro 8 se desglosa la evolución mediana de los múltiplos por región.

Los datos fueron recopilados durante el verano de 2008 (es decir, antes de que la crisis del crédito golpeará los mercados financieros). La evolución de los múltiplos se basa en los últimos datos sobre el valor contable o las ganancias en los últimos dos meses disponibles para las IMF²³. Reconocemos que las ganancias y el valor contable pueden verse distorsionados por diferentes tratamientos fiscales o provisiones en las IMF²⁴.

La actual crisis financiera afectará inevitablemente las microfinanzas. Se pospusieron las OPA microfi-

Cuadro 6. Número y valor de las transacciones, por año

	2005	2006	2007	2008	NR	Total
Transacciones (número)	28	37	37	38	4	144
Transacciones (US\$)	107.969.182	19.905.978	61.440.959	103.893.011	3.307.321	296.516.451

Fuente: CGAP.

²² El CGAP continuará administrando y actualizando su base de datos confidencial sobre fijación de precios de acciones y ofreciendo índices del mercado para las transacciones privadas.

²³ El valor contable empleado en nuestros cálculos de múltiplos de PVC es generalmente el valor contable al final del ejercicio previo a la transacción.

²⁴ Véase *MicroBanking Bulletin*, que intenta normalizar los resultados por las diferencias en las políticas contables.

Cuadro 7. Repunte de valores en 2008

Año	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra #
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
2005	9,1	7,9	1,6	1,7	28
2006	8,6	7,4	1,5	1,3	37
2007	9,9	7,2	2,5	1,3	37
Ene.-Sep. 2008	10,2	7,9	2,2	1,9	38

Fuente: CGAP. El repunte de los valores en 2008 se debe sobre todo a los múltiplos elevados que se aplicaron a un pequeño número de transacciones.

Cuadro 8. Desglose por región: Europa oriental y Asia tienen la evolución más alta del PVC en 2008

	Evolución mediana del PER				Evolución mediana del PVC			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
África	5,6	6,2	17,1	11,8	0,9	1,2	1,6	1,7
Asia	NA	NA	NA	6,0	1,7	2,0	7,0	2,4
ECA	9,3	8,6	13,8	9,3	1,8	1,3	1,0	2,0
LAC	NA	6,7	5,6	7,8	1,4	1,2	1,1	1,2

Fuente: CGAP. NA = menos de 5 transacciones.

nancieras previstas para 2008, y ha sido cada vez más difícil para las IMF obtener nuevas inversiones (al igual que financiamiento), a excepción de algunas transacciones notables. El desempeño financiero de las IMF podría empeorar fácilmente en 2009 como consecuencia de las condiciones macroeconómicas adversas, en especial en el costo mayor del financiamiento. Algunas IMF podrían sufrir pérdidas y castigos de capital, por el aumento de préstamos atrasados y pérdidas cambiarias. La valoración del capital se verá afectada, dado que las valoraciones de las acciones de los bancos de mercados emergentes han bajado alrededor de un 50% desde la quiebra de Lehman. También creemos que tendrán lugar menos transacciones y que los acuerdos por el sobreendeudamiento para rescatar a las IMF en crisis podrían reducir el múltiplo promedio de las transacciones. Sin embargo, prevemos que las IMF bien gestionadas demostrarán una notable resistencia a la crisis.

Prevedemos que las valoraciones de las transacciones privadas se acerquen a una mediana de valor contable de 1,0x en los próximos 12 meses, replicando

la caída de alrededor del 50% en la valoración de los bancos tradicionales desde septiembre de 2008. Sin embargo, la base del negocio de las microfinanzas sigue siendo sólida. Esperamos que la valoración vuelva a repuntar en 2010-2011, con la mejora de las condiciones económicas y los mercados de crédito.

Volviendo a lo fundamental: Los factores determinantes de la valoración son normalmente la rentabilidad y el crecimiento del ingreso

La rentabilidad y las ganancias determinan habitualmente las valoraciones. Pusimos a prueba esta asunción sobre la serie de datos superponiendo el ROE al PVC, y el crecimiento del ingreso neto al PER, usando los promedios nacionales y regionales²⁵.

No hay conexión entre la rentabilidad y la valoración

En el caso del múltiplo del PVC, un ROE superior, que mediría la rentabilidad, debería coincidir con un múltiplo más alto. Pero para nuestra sorpresa, éste no es el caso en las transacciones microfinan-

25 Sólo incluimos datos de países cuando nuestra muestra incluye cinco o más transacciones (para información más detallada, véase la metodología del estudio al principio de este documento).

cieras. El Cuadro 9 no muestra ninguna relación entre la rentabilidad actual de una IMF y su valor²⁶. Las grandes diferencias entre los promedios regionales y nacionales demuestran la inmadurez del mercado de capital privado microfinanciero y la falta de consenso en el mercado sobre la valoración de las IMF.

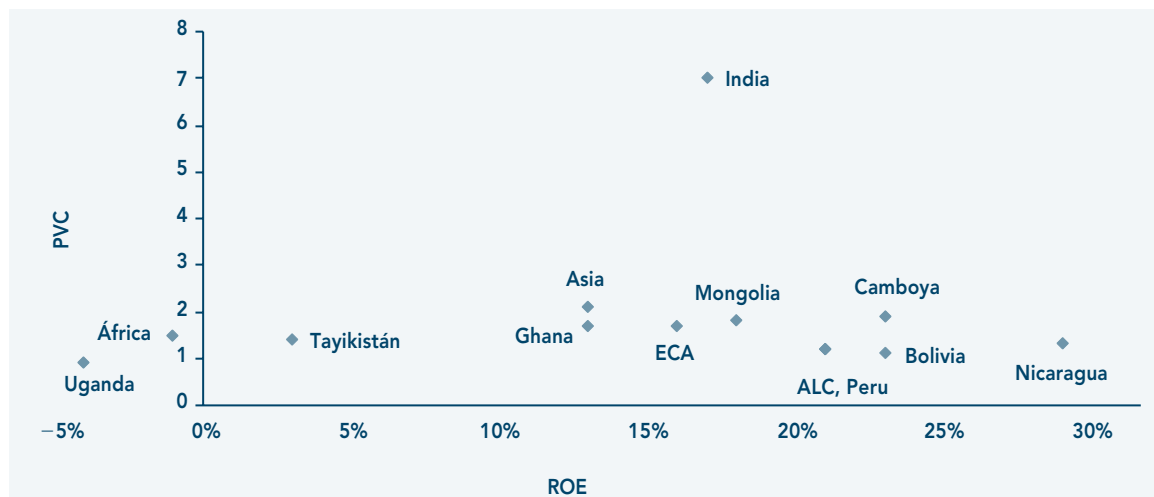
India es un claro valor atípico, con un promedio de PVC de 6,7x. Esto puede deberse a i) la magnitud del mercado y la posibilidad de crecimiento de las microfinanzas en India, ii) la fuerte demanda de inversiones de capital en India de los principales fondos de inversión privados, y iii) la falta de referencias en el mercado.

Cuadro 9. Evolución del múltiplo PVC y mediana de ROE

	Promedio		Mediana	
	PVC	ROE (%)	PVC	ROE (%)
África	1,9	-3	1,5	-1
Asia	3,3	-3	2,1	13
ECA	1,7	15	1,7	16
LAC	1,5	23	1,2	21
Ghana	2,3	8	1,7	13
Uganda	1,5	6	0,9	-4
India	6,7	9	7,0	17
Camboya	2,1	23	1,9	23
Mongolia	1,8	19	1,8	18
Tayikistán	1,4	-3	1,4	3
Bolivia	1	22	1,1	23
Nicaragua	1,7	26	1,3	29
Perú	1,3	21	1,2	21

Fuente: CGAP.

Gráfico 6. El diagrama de dispersión no revela correlaciones entre el múltiplo PVC y la rentabilidad actual (ROE)



Fuente: CGAP. En este gráfico se muestran las cifras medianas. LAC: América Latina y el Caribe; ECA: Europa oriental y Asia central.

²⁶ Un análisis de los datos desagregados confirma esta observación.

Por otro lado, África cuenta con una valoración del PVC relativamente alta (1.5x), a pesar de la mediana de ROE negativa. Este sorprendente resultado puede estar influido por la abundancia de IMF con fuertes rendimientos en África y el aumento vertiginoso de la oferta de capital (+ 100 % en 2007) de IFD e inversores sociales para inversiones en microfinanzas en África.

Correlación positiva entre el crecimiento del ingreso y la valoración

En el caso de los múltiplos del PER, el mayor crecimiento de las ganancias debería conllevar un múltiplo más alto. Esta relación se pone de manifiesto en el Gráfico 7 y el Cuadro 10, aunque Asia constituye claramente un valor atípico²⁷. Desde nuestro punto de vista, los inversores están asignando una prima a las IMF cuyas ganancias tienen claras posibilidades de crecimiento.

No disponemos de múltiplos del PER para las transacciones indias, lo que explica la cifra relativamente baja para la región asiática en términos de PER, frente al elevado PVC. Nótese también que este análisis no tiene en cuenta la variación

del número de acciones y el efecto de la dilución del capital.

El tamaño de la transacción y el crecimiento del ingreso neto son los principales factores determinantes de las valoraciones

Seleccionamos 16 variables, como la distribución geográfica y las características de las transacciones de las IMF, y realizamos un análisis estadístico para identificar los factores determinantes de las transacciones privadas en el mundo de las microfinanzas.

En primer lugar, examinamos las correlaciones entre cada variable y la valoración de la institución en términos de PER o PVC (véase el Cuadro 11). El indicador que utilizamos mide la firmeza de la correlación lineal entre dos variables y se interpreta del siguiente modo:

- Sólo se tienen en cuenta las correlaciones significativas (correspondientes a los valores con uno o más asteriscos).

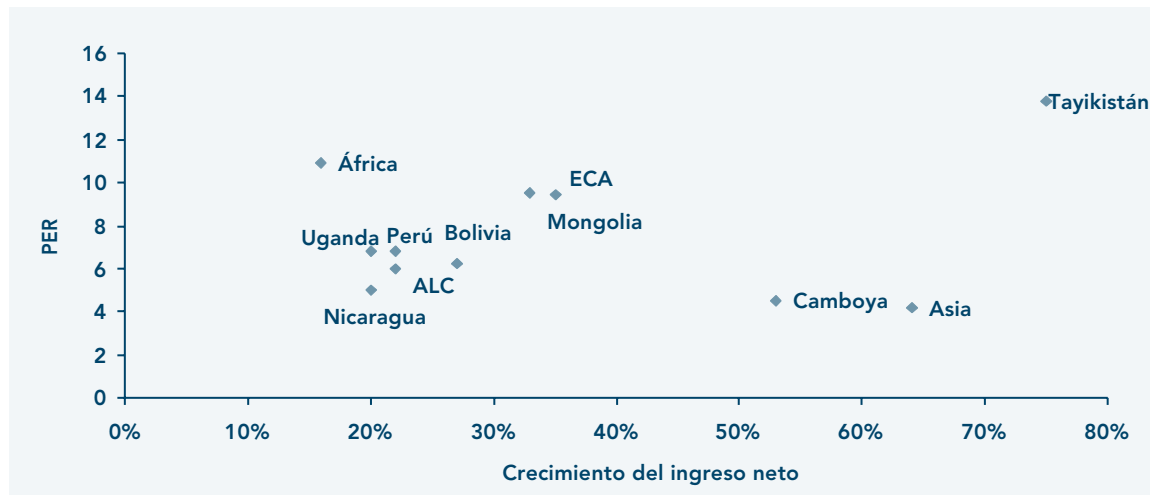
Cuadro 10. Evolución de múltiplos PER y crecimiento del ingreso neto

	Promedio		Mediana	
	Crecimiento del ingreso (%)	PER	Crecimiento del ingreso (%)	PER
África	-1	+ 11,8	+ 16	+ 10,9
Asia	+ 126	+6,5	+64	+4,2
ECA	+53	+ 11,6	+ 35	+9,4
LAC	+60	+7,9	+ 20	+6,8
Uganda	-6	+8,1	+ 22	+6
Camboya	+57	+7,4	+53	+4,5
Mongolia	+51	+ 10,2	+ 33	+9,5
Tayikistán	+61	+ 17,9	+75	+ 13,8
Bolivia	+ 22	+5,7	+ 27	+6,2
Nicaragua	+ 19	+6,7	+ 20	+5
Perú	+64	+9,1	+ 22	+6,8

Fuente: CGAP.

²⁷ Un análisis basado en datos desagregados también confirma este hecho (véase el siguiente análisis de correlación).

Gráfico 7: El diagrama de dispersión de la evolución del PER y el crecimiento de los ingresos muestra alguna correlación



Fuente: CGAP. No se dispone de múltiplos del PER de India, y por eso no se incluye en este gráfico. El crecimiento del ingreso neto corresponde al crecimiento del ingreso neto previsto en el momento de la transacción por el participante en nuestra encuesta. En este gráfico se muestran las cifras medianas. LAC: América Latina y el Caribe; ECA: Europa oriental y Asia Central.

- El signo de la medida indica el sentido de la correlación. Un + implica una correlación positiva, mientras que un - conlleva una correlación negativa.
- Cuanto más se aproxime a cero el indicador, más débil será la correlación; cuanto más cerca esté de 1, más fuerte será la correlación.

En general, observamos correlaciones más significativas de las variables seleccionadas con el PER que con el PVC. Tres variables tienen correlaciones significativas con ambos múltiplos:

- **Apalancamiento.** Las cifras de apalancamiento, medidas como el coeficiente de deuda por capital, no son concluyentes. Si bien tiene una correlación negativa con el PER, tiene una correlación positiva con el PVC.
- **Crecimiento del ingreso neto.** El indicador tiene claramente un efecto moderadamente positivo sobre la valoración, tanto en términos de PER como de PVC.
- **Valor de la transacción.** Tiene una correlación baja, pero importante, con la valoración. Las transacciones más grandes conllevan valoraciones más altas.

En una segunda fase, realizamos un análisis de regresión para comprobar la influencia de un

Cuadro 11. Correlaciones de dos variables

	PER	PVC
Apalancamiento	-0,29 **	+0,53 ***
Coefficiente de gasto operativo	+0,29 **	-0,07
PAR30	+0,15	-0,13
Crecimiento del ingreso neto	+0,46 ***	+0,46 ***
ROE	-0,32 **	-0,14
Saldo medio de préstamo	0,08	-0,12
Saldo medio de ahorro	0,06	-0,03
Ahorro / Activos	0,08	-0,18
Antigüedad	-0,41 ***	-0,1
Cartera de préstamos brutos (\$m)	-0,20 *	+0,12
Legal Type: Bank†	-1,84	1,96
Saldo medio del préstamos (YNB)	0,08	-0,12
Valor de la transacción (\$m)	+0,21 *	+0,25 **
Capitalización del mercado (\$m)	+0,37 ***	+0,54
El comprador es IFD †	-5,54 *	-0,53

Fuente: CGAP. El coeficiente de gastos operativos corresponde a los gastos operativos divididos por la cartera de préstamos brutos.

Nota: * significativo al 5% ** significativo al 1% *** significativo al 0,1%. Las correlaciones se miden mediante el coeficiente de correlación de Pearson (r). Sus valores se interpretan como $0 < r < 0,2$: correlación nula o insignificante; $0,2 < r < 0,4$: nivel bajo de correlación; $0,4 < r < 0,6$: nivel moderado de correlación; $0,6 < r < 0,8$: marcado nivel de correlación; $0,8 < r < 1$: correlación alta + y - indican el sentido de correlación † t-test (valor equivalente a la diferencia de las medias).

subconjunto de variables²⁸ sobre la valoración, *controlando la influencia de otras variables*. El Cuadro 12 resume los resultados de la regresión. Los resultados confirman nuestras conclusiones anteriores: el crecimiento del ingreso neto y el

Cuadro 12. Resultados de la regresión con una serie limitada de variables independientes

	PER	PVC
Deuda / Capital	No	No
Coefficiente de gasto operativo (log)	+	No
PAR30 (log)	No	-
Crecimiento del IN	+	+
ROE	-	No
Antigüedad	-	No
Cartera de préstamos brutos(log)	+	No
Tamaño de la transacción	+	+

Fuente: CGAP. El coeficiente de gastos operativos corresponde a los gastos operativos divididos por los préstamos.

Nota: + indica un efecto positivo importante, - indica un efecto negativo importante. Algunas variables se han linealizado (lo que se indica con "log") para que se ajusten mejor al modelo.

tamaño de la transacción ejercen un efecto significativamente positivo sobre la valoración. Como en el caso de las correlaciones de dos variables (véase el Cuadro 11), los efectos son más significativos sobre el PER que sobre el PVC²⁹. También realizamos un análisis del impacto de cada variable sobre la evolución del PER y del PVC (véase el Anexo II).

En el Cuadro 13 se resumen nuestras conclusiones. De las 16 variables del Cuadro 13, **hemos identificado 10 variables que consideramos esenciales para justificar la valoración de una IMF**. La relación con el precio de la transacción no parece significativa en el caso de las otras seis variables de nuestro análisis.

Nuestras conclusiones están respaldadas por los datos de nuestro estudio, aunque también se basan en nuestros conocimientos sobre el mundo de las microfinanzas. Nuestra base de datos sigue siendo limitada: las correlaciones no ofrecen una descripción general y pueden ser engañosas en ocasiones. Por lo tanto, reconocemos que nuestras conclusiones son debatibles.

²⁸ Por razones asociadas con el proceso de desarrollo de modelos estadísticos, hemos tenido que restringir el análisis a ocho variables.

²⁹ Los promedios no ponderados y las medianas de nuestra serie completa de variables pueden consultarse en el Anexo II.

Cuadro 13. Creemos que hay 10 variables importantes para las valoraciones

Variable	Datos de referencia	Análisis estadístico		Nuestra opinión sobre si la variable es importante en general Consideraciones conceptuales	Sí / No
		Correlación	Regresión		
Tamaño: Tamaño de la transacción (US\$m)	Cuadro 22	+	+	Las transacciones más grandes conllevan un múltiplo más alto, especialmente para las transacciones por encima de US\$2 millones, porque permiten que haya un conjunto más diverso de inversores. Los inversores institucionales suelen tener fijado un mínimo de inversión. En el caso de las transacciones más pequeñas, creemos que la escasez de inversores puede ejercer presión sobre las valoraciones.	Sí
Intermediación financiera: Ahorro frente a activos totales	Cuadro 30	N.d.	N.d.	El nivel de intermediación financiera (dependencia del ahorro) es una variable clave. Consideramos que los depósitos minoristas contribuyen a diversificar la base de financiamiento de una IMF, lo que es positivo; y las instituciones basadas en el ahorro han demostrado más resistencia en los tiempos de crisis económica. Sin embargo, para aclarar esta afirmación, constatamos que no siempre es barato atraer depósitos.	Sí
Tipo de comprador: Comprador es una IFD	Cuadro 24	No está claro	N.d.	Las IFD suelen pagar más que los VIM en las transacciones. Nuestra opinión es que las razones para invertir de algunas IFD (como AFD o NORFUND) pueden estar menos influidas por la rentabilidad pura, y puede que valoren más las microfinanzas debido a su programa social. Sin embargo, señalamos que esto sólo es cierto en el caso de las IFD con orientación social.	Sí
Geografía: País	Cuadros 8-10	N.d.	N.d.	Puede que ésta sea la variable más significativa para los inversores. Cuatro factores relacionados con el país influyen en la valoración: i) reglamentación favorable, ii) situación del país (estabilidad macroeconómica y riesgo político), iii) estructura del mercado (tamaño del mercado y competencia), iv) oferta de capital (la presencia de grandes fondos de inversión privados en el país puede afectar la valoración). Estos cuatro aspectos son eminentemente específicos para cada país.	Sí
Situación legal: IMF es un banco	Cuadro 27	No	N.d.	Nuestro análisis estadístico no sugiere ninguna relación clara entre la situación legal y las valoraciones, porque los múltiplos de PVC no difieren, mientras que el múltiplo de PER es claramente superior para los bancos. Sin embargo, creemos que las IMF que son bancos deberían cotizar con un múltiplo superior por estas dos razones: i) en la mayoría de los países, sólo los bancos totalmente regulados pueden captar depósitos a la vista y de ahorro, para tener una base estable de financiamiento y ii) la reglamentación impone algunos requisitos informativos, que aumentarán probablemente la disposición de los inversores a participar en la compañía.	Sí

(continúa)

Cuadro 13. Creemos que hay 10 variables importantes para las valoraciones (continuación)

Variable	Datos de referencia	Análisis estadístico		Nuestra opinión sobre si la variables es importante en general Consideraciones conceptuales	Sí / No
		Correlación	Regresión		
Calidad de los activos: PAR30	Cuadro 29	No	No está claro	Un PAR30 bajo significa mayor calidad de los activos y debe acarrear, por lo tanto, una valoración más alta. El análisis estadístico no le da importancia, porque el 90% de las instituciones examinadas tienen un PAR30 por debajo del 5,4%, lo que limita considerablemente las variaciones dentro de la muestra. Creemos que los inversores de capital se preocuparán en cuanto el PAR30 pase del 3%, y las IMF tendrán más dificultad para captar capital si el PAR30 pasa del 10%.	Sí
Eficiencia: Gastos operativos / cartera promedio de préstamos brutos	Cuadro 28	No está claro	No está claro	A pesar de que el análisis estadístico no muestra correlaciones, creemos que esta variable es muy importante. No nos centramos demasiado en el PER porque los gastos operativos repercuten directamente sobre las ganancias. Por lo tanto, los múltiplos de PER parecen mayores para las IMF con mayor coeficiente de gastos operativos con respecto a los préstamos, debido a la base inferior de ganancias. En el caso del PVC, las IMF con un coeficiente inferior demandan un múltiplo superior. Constatamos que una de las limitaciones de este coeficiente es que beneficia a las IMF que ofrecen préstamos más cuantiosos.	Sí
Apalancamiento: Deuda frente a capital	Cuadro 31	No está claro	No	Menos apalancamiento conlleva una prima más alta en el contexto actual de escasez de fondos. Creemos que una relación de la deuda con el capital por debajo de 3x (coeficiente de capital sobre activos por encima del 25%) conlleva una prima. Sin embargo, reconocemos que esto no se refleja en el análisis estadístico.	Sí
ROE	Gráfico 6	No está claro	No está claro	Nuestro análisis estadístico no muestra efecto alguno sobre la valoración, aunque un ROE alto indica una rentabilidad elevada; se espera un efecto positivo sobre el múltiplo del precio por valor contable.	Sí
Crecimiento del ingreso neto	Gráfico 7	+	+	Un alto crecimiento del ingreso neto es característico de una institución joven al principio de su fase de crecimiento; se espera un efecto positivo.	Sí
Alcance: Saldo promedio de los préstamos	Cuadro 32	No	N.d.	No hemos extraído ninguna conclusión clara partiendo de nuestra muestra. Las IMF con saldos de préstamos más bajos tienen un PVC más alto, pero un PER más bajo que las IMF con saldos más grandes. Un saldo promedio menor de los préstamos conlleva más gastos, pero se compensa con MIN más altos. El saldo menor de los préstamos podría significar que las IMF están haciendo más hincapié en su programa social, lo que justifica una prima para algunas IFD o un descuento para los compradores que sólo busquen la rentabilidad.	No
Tamaño: Capitalización del mercado	Cuadro 23	N.d.	N.d.	Nuestro análisis estadístico no muestra una correlación clara. Creemos que la característica más relevante del indicador es el tamaño de la transacción.	No

(continúa)

Cuadro 13. Creemos que hay 10 variables importantes para las valoraciones (continuación)

Variable	Datos de referencia	Análisis estadístico		Nuestra opinión sobre si la variables es importante en general Consideraciones conceptuales	Sí / No
		Correlación	Regresión		
Alcance: Saldo promedio del ahorro	Cuadro 33	N.d.	N.d.	No hemos extraído ninguna conclusión clara partiendo de nuestra muestra. Las IMF con saldos de préstamos por cliente más bajos tienen un PVC más alto, pero un PER más bajo que las IMF con saldos más grandes.	No
Geografía: Región	Cuadros 8-10	N.d.	N.d.	Sí se observan tendencias en los promedios por región. Sin embargo, para nosotros es más importante el país de la IMF debido a las grandes disparidades entre países de la misma región.	No
Escala: Número de prestatarios	Cuadro 25	N.d.	N.d.	No hemos extraído ninguna conclusión clara partiendo de nuestra muestra. Las IMF de menor escala tienen un PVC más alto, pero un PER más bajo que las IMF de mayor escala.	No
Antigüedad de la IMF	Cuadro 26	No está claro	No está claro	Desde nuestro punto de vista, lo que importa es el panorama de crecimiento, no tanto la antigüedad de la IMF. Nuestra muestra sugiere que las IMF nuevas (con menos de cinco años) tienen un múltiplo de PER mayor. Creemos que esto se debe sobre todo a la base más baja de ganancias, más que al precio más elevado, lo que hace que sea inadecuado analizar el múltiplo de PER en este caso. Los múltiplos de PVC medianos no muestran ninguna diferenciación clara entre IMF nuevas, jóvenes o maduras.	No

Fuente: CGAP y J.P. Morgan.

4. Valoración de las transacciones públicas en las instituciones para clientes con bajos ingresos

En esta sección analizamos los datos sobre instituciones para clientes con bajos ingresos (IFCBI). Estas instituciones ofrecen servicios financieros (créditos a los consumidores y las microempresas, pagos y seguros) para los segmentos con bajos ingresos de la población, aunque no tienen necesariamente un doble objetivo. Son una referencia interesante para la valoración de las IMF, ya que operan en el mismo mercado. Identificamos 10 IFCBI cotizadas en bolsa con una amplia especialización en las microfinanzas. Incluyen dos IMF que cotizan en bolsa (Compartamos y *Equity*), cuatro bancos especializados en préstamos a PYME y microempresas y cuatro entidades de créditos a los consumidores.

Intentamos responder a tres preguntas clave:

1. ¿Cuál es el desempeño de las acciones de las IFCBI en términos absolutos y relativos?
2. ¿Cómo afecta una emisión de acciones a la franquicia de una IFCBI?
3. ¿Tenemos constancia de la convergencia de las valoraciones de las IFCBI con las de los bancos tradicionales?

Cuadro 14. Muestra de 10 IFCBI

BRI
Danamon
Equity Bank
Capitec
African Bank
Blue Financial Services
BRAC
IPF
Compartamos
Financiera Independencia

Fuente: J.P. Morgan.

Introducción del índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos

El índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos engloba seis IFCBI cotizadas en bolsa

El índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos se usó para analizar la evolución del desempeño. Como se muestra en el Cuadro 15, el índice consiste en un promedio ponderado de la capitalización en el mercado de seis IFCBI.

Sólo usamos seis instituciones, a diferencia de las 10 mencionadas anteriormente en esta sección, porque no disponemos de previsiones financieras para las otras cuatro. En nuestro índice se asigna sólo una tercera parte del peso a BRI, porque su capitalización relativamente mayor en el mercado habría distorsionado el índice y sólo una tercera parte de los préstamos de BRI pueden considerarse microfinancieros.

En general, constatamos que el índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos se cotiza por encima del valor contable con respecto a los bancos tradicionales, aunque esta prima ha disminuido considerablemente desde su nivel máximo en 2007. Sin embargo, según el PER de 2009, el índice se cotiza un 22% por debajo de los bancos tradicionales (véase el Cuadro 15).

Los valores de las instituciones para clientes con bajos ingresos superaron a los de los bancos tradicionales a largo plazo, y han obtenido valores similares desde su nivel máximo de 2007

En el Gráfico 8, volvimos a cotejar el índice desde noviembre de 2003 con la primera serie de tres IFCBI (*African Bank*, BRI y Danamon). El índice incorpora a más IFCBI a medida que cotizan en bolsa: Compartamos (abril de 2007), IPF (julio de 2007) e Independencia (noviembre de 2007). A largo plazo, el índice supera en un 238% al de los bancos tradicionales, como muestra el índice *MSCI Financials* (véase el Gráfico 8).

Desde el nivel máximo de 801, alcanzado el 2 de noviembre de 2007, su desempeño fue similar al

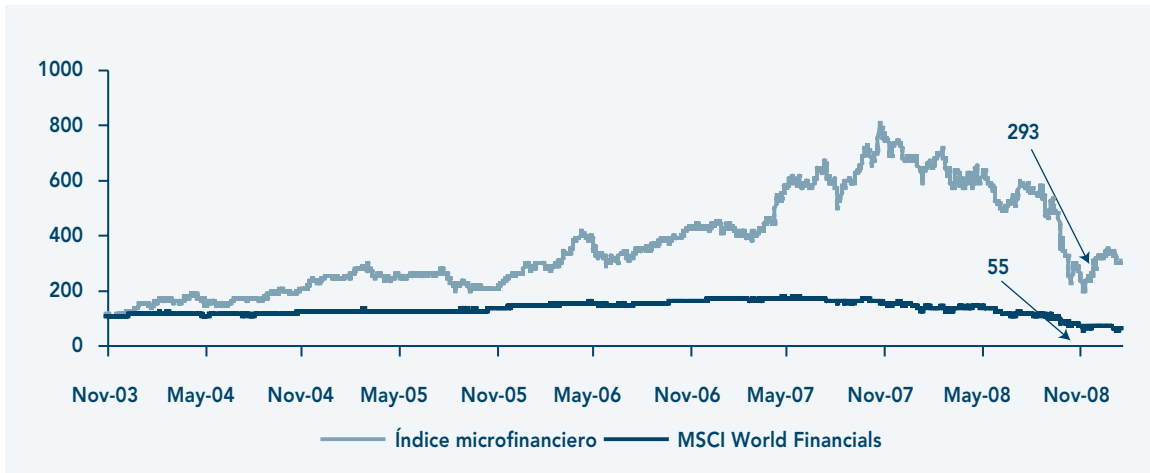
Cuadro 15. Resumen de valoración: Comparación de nuestro índice con el de los bancos tradicionales

Empresa	Símbolo	País donde cotiza	Capital cotizado (US\$ MM)	3M ADTV (US\$ MM)	Precio local	PVC			PER			ROE		
						07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E
African Bank	ABLSJ	Sudáfrica	2.143	9,42	2.495,0	1,6	1,5	1,4	9,9	8,0	6,8	27%	23%	20%
BRI	BBRI IJ	Indonesia	4.931	7,17	4.250,0	2,7	2,4	2,0	10,8	9,1	7,7	27%	28%	28%
Danamon	BDMN IJ	Indonesia	1.003	1,38	2.225,0	1,0	1,0	0,9	5,3	4,6	4,2	21%	22%	22%
IPF	IPF LN	Reino Unido	473	0,92	128,8	1,6	1,2	1,1	10,2	6,5	5,9	20%	20%	18%
Compartamos	COMPARTO	México	829	1,39	27,7	5,2	4,1	3,1	13,8	11,2	9,5	47%	41%	37%
Independencia	FINDEP*	México	258	0,24	5,8	1,8	3,1	2,1	7,2	6,7	5,5	NA	33%	40%
Índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos						2,3	1,9	1,6	10,4	7,6	6,5			
Bancos de mercados emergentes														
América Latina						07A	08E	09E	07A	08E	09E			
						2,0	1,9	1,9	8,8	8,6	8,6			
Europa emergente						0,9	1,0	0,9	4,4	5,0	6,4			
África						1,4	1,2	1,3	6,8	7,2	6,9			
Asia						NA	1,5	1,4	NA	8,5	8,7			
Promedio de bancos de mercados emergentes						1,4	1,5	1,3	6,3	8,1	8,4			

Fuente: Bloomberg, datos de empresas, estudios del capital del CGAP, estimaciones de J.P. Morgan. ADTV = promedio de transacciones diarias. OW = Sobreponderación. N = Calificación neutra. Precios a 28 de enero de 2009.

Notas sobre el índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos: Hemos usado las estimaciones de J.P. Morgan para las acciones examinadas por J.P. Morgan y las estimaciones consensuadas de Bloomberg para IPF e Independencia. El índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos es un índice ponderado de la capitalización del mercado, reduciendo a una tercera parte el peso de BRI, ya que su cartera microfinanciera solo representa alrededor de un tercio de sus préstamos totales. No hemos incluido a BRAC, Equity Bank, Blue Financial Services y Capitec en el índice, porque no disponemos de previsiones financieras. Notas sobre bancos de mercados emergentes globales: Incluimos los promedios ponderados de la capitalización en el mercado de bancos examinados por los analistas de J.P. Morgan, que representan una muestra de 148 bancos en todos los mercados emergentes.

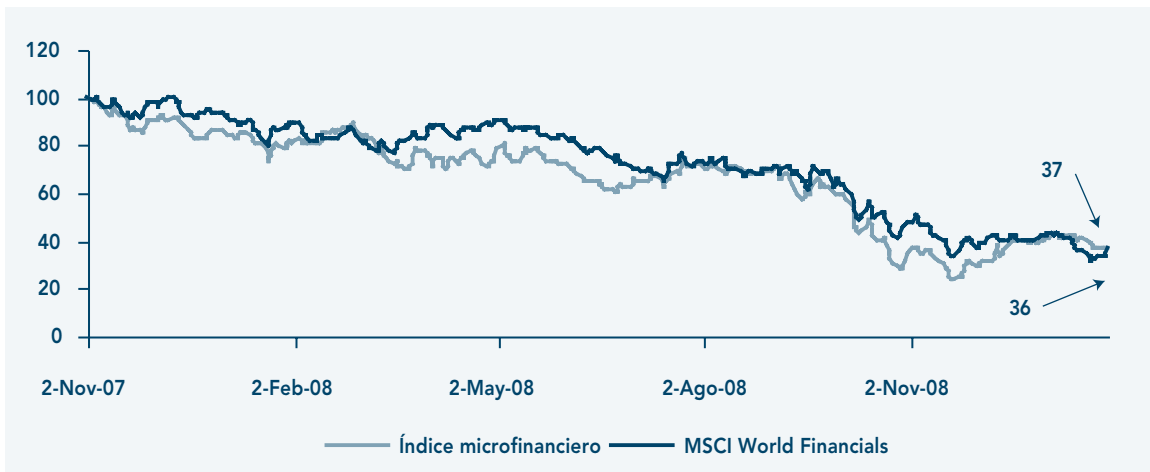
Gráfico 8. El índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos supera el promedio a largo plazo



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan.

Base = 100, a 10 de noviembre de 2003. Al principio, el índice sólo consistía en tres IMF (BRI, Danamon y African Bank) e incorporó a otras tres IMF (Compartamos, Financiera Independencia e IPF) cuando salieron a bolsa en 2007. Precio a 28 de enero de 2009.

Gráfico 9. El índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos obtuvo resultados similares al MSCI desde que alcanzó su punto culminante en noviembre de 2007



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan.

Base = 100, a 10 de noviembre de 2007. Precio a 28 de enero de 2009.

de *MSCI Financials* hasta octubre de 2008 (véase el Gráfico 9).

El gráfico 10 muestra el desempeño relativo del índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos y *MSCI World Financials* desde la quiebra de Lehman (15 de septiembre de 2008). Desde el principio de la crisis, el índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos ha superado al índice *MSCI Financials* en un 8%. Creemos que están más afectadas las IFCBI con un volumen promedio bajo de transacciones y una gran cantidad de inversión extranjera.

Desempeño de cada IFCBI después de la salida a bolsa

La mayoría de las IFCBI superan sus índices de país...

Comparamos el desempeño del precio de cada IFCBI tras la OPA con el índice de la bolsa local, el índice local de MSCI (cuando existe), y el índice local de *MSCI Financials* (cuando existe).

Observamos que los resultados de las IFCBI tienen una clara tendencia a superar el índice de sus países. *Blue Financial Services* superó el índice

MSCI de su país en más de un 100%. Y en promedio, durante los 12 meses posteriores a la OPA, nuestra muestra superó en un 45% el índice de la bolsa local y en un 38% el índice *MSCI Financials* del país. Creemos que parte del éxito de algunas salidas a bolsa se debe a la escasez de OPA en algunos países (por ejemplo, Compartamos de México) y entre las IFCBI en general.

IPF, una empresa escindida de *Provident* que opera en México y Europa oriental, constituye un ejemplo interesante. Aunque sus cifras quedaron por debajo de sus índices locales en el momento de salir a bolsa, ahora superan el índice *MSCI UK Financials* (a partir de enero de 2008) y *MSCI UK/FTSE* (a partir de marzo de 2008). Constatamos que su OPA tuvo lugar en el verano de 2007 y coincidió con el principio de la crisis de las subprimas y sobre todo con los problemas de *Northern Rock* en el Reino Unido. Desde el comienzo del año, aunque el desempeño de IPF ha caído por debajo del *MSCI UK/FTSE*, continúa superando al índice *MSCI UK Financials*, y parece relativamente a salvo de la crisis financiera.

... pero la participación extranjera y la liquidez son preocupaciones clave para la valoración

Destacamos el desempeño relativamente decepcionante de dos IFCBI mexicanas: Compartamos y Financiera. Creemos que su estructura accionaria (82% de inversión extranjera en el caso de

Compartamos y 65% en el caso de Independencia) contribuye a explicar sus bajos resultados con respecto a la bolsa local. Desde nuestro punto de vista, el aumento de la participación extranjera y de los inversores institucionales se traduce en una mayor volatilidad del precio.

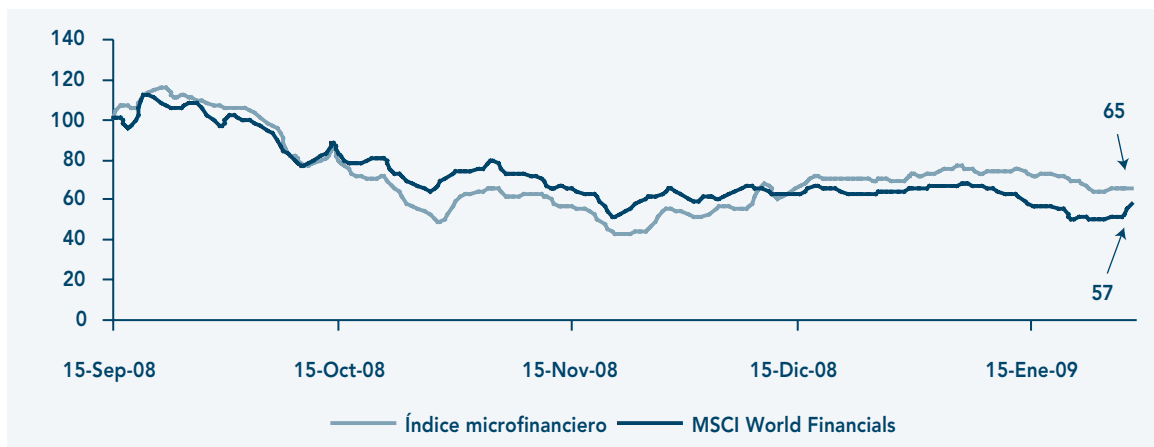
Como suele ocurrir con las OPA, el volumen promedio de transacciones diarias es grande en el momento de la salida a bolsa y después tiende a bajar considerablemente, como demuestra el Cuadro 18. En el caso de las IFCBI, observamos que el número relativamente menor de acciones de libre flotación (19% en el caso de Financiera) limita el volumen de cotización. En nuestra muestra, sólo tres instituciones tienen un volumen promedio de transacciones diarias por encima de US\$1 millón.

Convergencia de múltiplos

¿Deberían las IFCBI converger con los niveles de las instituciones financieras nacionales? En algunos mercados, observamos una convergencia en el tiempo de los índices de las IFCBI con los múltiplos de los bancos nacionales. En otros, la tendencia sigue siendo divergente.

Nuestro análisis confirma estas dos tendencias. Las instituciones mexicanas están viendo como sus múltiplos del PER se acercan a los niveles de Banorte (un banco comercial tradicional de México)

Gráfico 10. El índice de las instituciones para clientes con bajos ingresos superó los objetivos en un 8% desde la quiebra de Lehman (15 de septiembre)



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan.

Base = 100, a 15 de septiembre de 2008. Precio a 28 de enero de 2009.

Cuadro 16. Desempeño absoluto y relativo (%), después de salida a bolsa

Fecha de salida	Comparto Abr-07	BRI Nov-03	Financiera Nov-07	Capitec Feb-02	Blue Fin Serv Oct-06	BRAC En-07	Equity Bank Ago-06	IPF Jul-07
Absoluto								
1M después de salida	11	5	-18	-49	154	2	11	-21
3M después de salida	28	69	-25	8	83	7	18	-15
6M después de salida	17	62	-16	6	114	107	85	-26
12M después de salida	-6	110	-61	33	136	227	10	2
Con respecto a la bolsa local								
1M después de salida	8	1	-13	-51	151	0	3	-13
3M después de salida	21	45	-14	4	74	6	-9	-15
6M después de salida	11	47	-16	20	91	74	54	-18
12M después de salida	-13	65	-26	55	99	161	-7	23
Con respecto a MSCI Financials del país								
1M después de salida	12	6	-16	-49	149	N.d.	N.d.	-14
3M después de salida	33	37	-11	-5	65	N.d.	N.d.	-11
6M después de salida	19	37	-17	11	82	N.d.	N.d.	-4
12M después de salida	2	44	-24	50	108	N.d.	N.d.	45

Fuente: Factset. El desempeño depende de la bolsa local en la que se cotiza la IMF. Se dispone de MSCI Financials del país para todas las empresas, salvo BRAC (Bangladesh) y Equity Bank (Kenya). Tratamos a IPF como una empresa del Reino Unido y comparamos su desempeño bursátil con el MSCI UK Financials Index, aunque señalamos que la mayoría de sus operaciones tienen lugar en Europa oriental y México. No incluimos información sobre Danamon y African Bank, porque salieron a bolsa antes de 2000, lo que hace que los datos sean menos relevantes. Datos a 28 de enero de 2009.

Cuadro 17. La participación extranjera puede influir en el desempeño de las acciones

IFCBI	Fecha de salida	% de participación extranjera en el momento de la salida a bolsa
Capitec	Febrero de 2002	0
BRI	Noviembre de 2003	0
Blue Financial Services	Octubre de 2006	0
Equity Bank	Agosto de 2006	N.d.
BRAC	Enero de 2007	37
Compartamos	Abril de 2007	82
IPF	Julio de 2007	17
Financiera Independencia	Noviembre de 2007	65

Fuente: Estimaciones de J.P. Morgan.

Cuadro 18. El promedio de transacciones diarias se reduce después de la salida a bolsa y varía ampliamente entre instituciones, en US\$ millones

Fecha de salida	Comparto	Financiera	Capitec	Blue Fin. Services	Equity Bank	BRI	BRAC	IPF
	Abr-07	Nov-07	Feb-02	Oct-06	Ago-06	Nov-03	En-07	Jul-07
1M después de salida	20,45	4,93	0,03	0,10	0,22	12,37	2,03	8,12
3M después de salida	10,92	2,12	0,02	0,12	0,28	8,93	0,95	4,96
6M después de salida	6,61	1,65	0,02	0,09	0,34	6,84	1,32	3,43
12M después de salida	4,64	1,04	0,02	0,10	0,55	5,30	1,78	2,65
Últimos 6M	1,28	0,29	0,08	0,18	0,71	8,73	0,49	4,04

Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan. Datos a 28 de enero de 2009.

(véase el Gráfico 11). En el caso de África meridional, la tendencia a la convergencia de los múltiplos de Capitec y *Standard* es mucho menos clara, lo que indica que la hipótesis de la convergencia puede depender del país y la empresa (véase el Gráfico 12).

¿Cuánto tarda la convergencia? Creemos que la convergencia depende de la estructura del mercado, concretamente del nivel de competencia, y de la evolución de la empresa después de la OPA. En el caso de Bolivia, observamos que los MIN de Bancosol (principal proveedor de microcréditos en el país) pasaron del 28%, que consideramos un nivel alto, a estabilizarse a largo plazo en el 15%-20%, en 2006-2007, lo que supuso una convergencia con la previsión de rendimiento ajustada al riesgo de los bancos. Esta observación sólo ilustra un mercado y reconocemos que esta convergencia puede ser mucho más rápida en otros mercados o para algunas instituciones específicas, dependiendo del nivel de competencia y de su estrategia.

Impacto de una salida a bolsa sobre las operaciones de una IFCBI

En esta sección analizamos la repercusión de una salida a bolsa sobre nuestra muestra de IFCBI. En general, nuestros datos muestran que la salida no afecta significativamente las operaciones de las IFCBI. Analizamos el crecimiento de la institución

(aumento de los préstamos y el número de oficinas), la calidad de los activos de su cartera de préstamos (coeficiente de PI), su rentabilidad (MIN y ROA) y su capacidad de ganancias (crecimiento de las GPA).

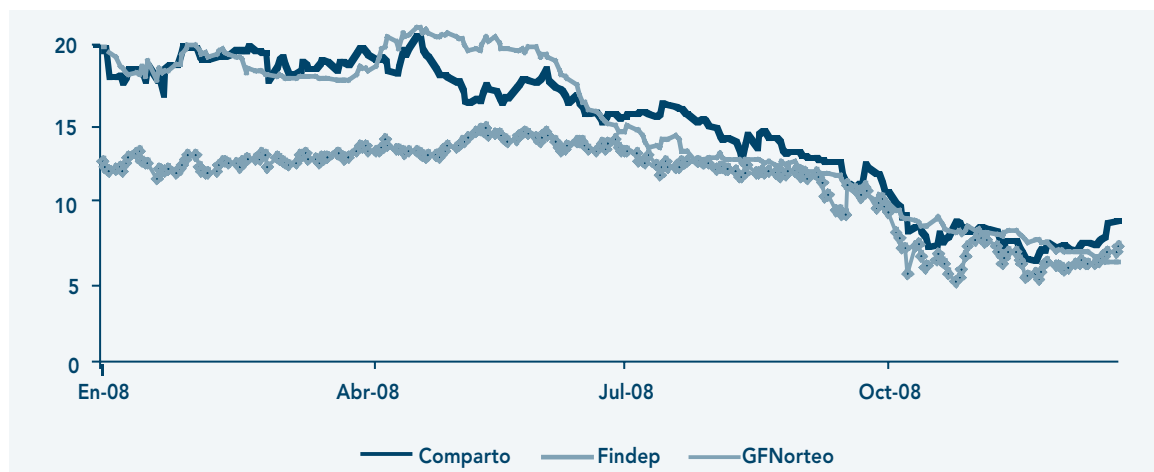
No existen evidencias de que la salida a bolsa tenga un claro impacto sobre las operaciones de las IFCBI

Como se muestra en el Cuadro 19, los préstamos no aumentan de manera constante durante el año posterior a la OPA de la IFCBI. El crecimiento de los préstamos de *Equity Bank* subió del 88%, durante el año posterior a la salida a bolsa, al 110%, al año siguiente, mientras que este crecimiento se ralentizó considerablemente en el caso de Compartamos e Independencia.

Tampoco observamos una tendencia clara con respecto a la calidad de los activos. Sin embargo, constatamos en algunos casos que los PI pueden aumentar como consecuencia de la diversificación de la oferta de productos de las IFCBI, lo que introduce a veces a la institución en un territorio inexplorado.

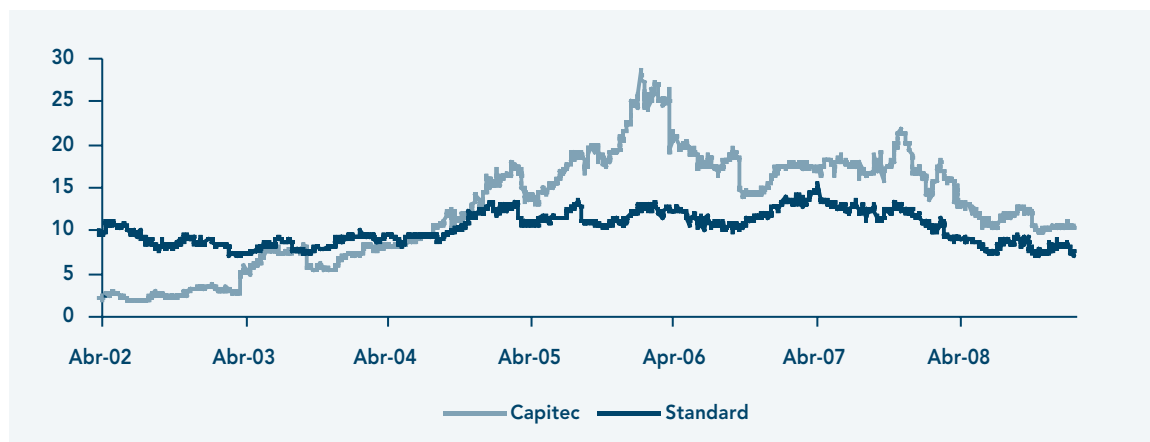
No observamos ninguna tendencia clara para los MIN (véase el Cuadro 20). Los MIN se ven afectados positivamente por la disminución de los costos de financiamiento y negativamente por la disminución de las tasas de interés de los préstamos.

Gráfico 11. Convergencia de los múltiplos de PER de Compartamos e Independencia con los niveles de Banorte desde enero de 2008



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan. Datos a 28 de enero de 2009.

Gráfico 12. No está clara la convergencia del PER de Capitec con los niveles de Standard Bank



Fuente: Datastream. Datos a 28 de enero de 2009.

Como se demuestra en el Cuadro 21, las IFCBI experimentaron diferentes evoluciones de sus GPA después de la salida a bolsa. Algunas instituciones, como *Equity* y *BRAC*, vieron como las GPA aumentaban drásticamente después de la OPA, mientras que otras, como *Compartamos* y *Blue*, experimentaron una disminución.

A pesar de que la preparación de una OPA conlleva un considerable esfuerzo y debería centrar más la atención en el desempeño financiero, no se deriva una tendencia clara de nuestro análisis sobre el impacto de una salida a bolsa sobre el desempeño de una IFCBI. No obstante, la cuestión está más clara en lo que respecta a los inversores. Estimamos que el 85% del capital total recaudado en las recientes OPA microfinancieras correspondió a transacciones secundarias (los beneficios de las

OPA van a los inversores, más que a las IMF). Los primeros inversores de capital, como las IFD y los fondos de microfinanzas, utilizan la cotización en bolsa como un mecanismo de salida.

Conclusiones

Este informe aporta una nueva perspectiva sobre la valoración del capital microfinanciero y ofrece algunas de las primeras referencias del sector para la valoración de las microfinanzas.

Opinamos que las IMF son diferentes de los bancos tradicionales y está justificado un método diferente de valoración. Las IMF son instituciones con doble objetivo que buscan rendimientos tanto sociales como financieros. Cuentan con activos de mejor calidad y márgenes de interés

Cuadro 19. Parámetros de medición de la franquicia, antes y después de salida a bolsa

	Crecimiento de préstamos (%)			Oficinas			Coeficiente de PI (%)		
	OPA-1	OPA	OPA+1	OPA-1	OPA	OPA+1	OPA-1	OPA	OPA+1
Comparto*	46,6	40,7	27,3	187	252	308	0,7	1,6	1,6
Findep*	16,5	49,2	53,6	117	152	187	6,2	8,4	6,7
<i>Equity</i>	92,2	88,1	110,2	42	52	81	1,9	0,5	2,0
<i>Blue</i>	N.d.	N.d.	132,5	33	106	170	n.d.	N.d.	N.d.
Capitec	N.d.	N.d.	5,0	N.d.	315	266	n.d.	N.d.	22,4
BRI	20,9	31,1	21,1	N.d.	N.d.	N.d.	6,0	4,2	4,7
BRAC	102,6	65,9	66,0	361	467	519	3,0	12,8	7,7
IPF*	N.d.	33,8	35,7	N.d.	N.d.	N.d.	N.d.	N.d.	N.d.

Fuente: Estimaciones de J.P. Morgan, datos de empresas de Bloomberg. * Datos de septiembre de 2008, anualizados.

Cuadro 20. Parámetros de medición de la franquicia, antes y después de salida a bolsa

	MIN (%)			Tasa de interés promedio (%)			Costo del financiamiento (%)		
	OPA-1	OPA	OPA+1	OPA-1	OPA	OPA+1	OPA-1	OPA	OPA+1
Comparto*	65,1	65,0	64,9	71,3	69,1	68,4	12,7	11,2	8,5
Findep*	59,6	65,7	61,0	61,1	56,3	57,3	11,0	15,4	6,8
Equity	8,5	8,7	5,6	9,3	9,5	6,6	0,9	0,8	1,4
Blue Financial Services	N.d.	40,0	26,1	N.d.	51,3	27,2	N.d.	32,5	16,6
Capitec Bank	N.d.	N.d.	N.d.	N.d.	N.d.	N.d.	N.d.	N.d.	N.d.
BRI	10,3	12,9	12,5	30,0	24,6	21,5	9,0	5,1	5,1
BRAC	4,7	5,4	5,8	9,0	9,8	10,4	5,7	6,7	6,5
IPF*	90,9	85,4	88,6	97,3	77,0	89,6	6,2	6,0	7,2

Fuente: Estimaciones de J.P. Morgan, datos de empresas de Bloomberg. * Datos de septiembre de 2008, anualizados.

más elevados, aunque costos operativos más altos, que los bancos de los mercados emergentes. También se benefician de la disponibilidad de financiamiento a más largo plazo de inversores para el desarrollo.

El mercado de capital privado para las microfinanzas todavía es joven y carece de consenso sobre los métodos de valoración. La valoración de las microfinanzas ha variado ampliamente durante los últimos tres años. Al parecer, los inversores consideran como principales factores determinantes de la valoración el crecimiento del ingreso neto y el tamaño de la transacción, aunque también identificamos otros ocho factores importantes.

La evolución de los múltiplos medianos de nuestra muestra particular variaron entre 1,3x y 1,9x del

valor contable, y 7,2x y 9,2x de la rentabilidad entre 2005 y septiembre de 2008. Estas valoraciones relativamente altas en comparación con los bancos de los mercados emergentes demuestran la solidez del negocio de las microfinanzas y el interés creciente de los inversores en este sector.

Las instituciones para clientes con bajos ingresos (IFCBI) que cotizan en bolsa son una referencia interesante para las IMF. Desde la creación del índice de las IFCBI en noviembre de 2003, estas instituciones superaron los índices de sus países en un 238%. Además, desde la quiebra de Lehman en 2008, han superado los resultados del índice *Global MSCI World Financials* en un 8%.

La crisis financiera ya está afectando las microfinanzas, pero su repercusión total se verá

Cuadro 21. Parámetros de medición de la franquicia, antes y después de salida a bolsa

	ROA (%)			Aumento de GPA (%)		
	OPA-1	OPA	OPA+1	OPA-1	OPA	OPA+1
Comparto*	22,6	20,7	20,0	66,0	36,5	19,9
Findep*	17,2	16,4	14,5	N.d.	11,5	12,8
Equity	3,8	4,8	5,2	N.d.	-27,1	148,4
Blue Financial Services	2,5	7,6	7,2	N.d.	335,7	37,3
Capitec Bank	N.d.	11,8	7,1	N.d.	N.d.	N.d.
BRI	2,8	3,6	3,3	65,1	22,2	3,6
BRAC	1,4	1,4	1,6	66,4	-23,7	87,0
IPF*	4,4	5,2	4,4	N.d.	41,3	-4,6

Fuente: Estimaciones de J.P. Morgan, datos de empresas de Bloomberg. * Datos de septiembre de 2008, anualizados.

probablemente a lo largo de este año. Las condiciones económicas adversas deberían provocar una ralentización del crecimiento y el deterioro del desempeño financiero de las IMF. En el próximo año también se pondrá a prueba la presunción de que las microfinanzas son más resistentes que los bancos tradicionales a las perturbaciones económicas y pueden mantener una alta calidad de sus activos en tiempos de crisis.

Creemos que 2009 va a ser un año de transformaciones para las microfinanzas. Las IMF tendrán que volver a centrarse en lo fundamental, aumentar los requisitos de sus créditos para mantener la alta calidad de sus activos, diversificar sus fuentes de financiamiento, eliminar su desfase cambiario y controlar los gastos. Los inversores también exi-

girán niveles más altos de gobierno corporativo y publicación de información. La crisis también debe ser una oportunidad para reestructurar y consolidar el sector.

En 2009 prevemos que las valoraciones de las transacciones privadas desciendan hacia un valor contable 1x en el mercado privado. Sin embargo, la sólida base de la industria microfinanciera y el compromiso de los inversores públicos y privados deben fomentar la subida de los precios en el futuro. Las IMF con una base de financiamiento sólida y activos de gran calidad deben salir reforzadas de esta turbulencia, y podemos esperar que las valoraciones repunten de nuevo en 2010. Las perspectivas a largo plazo para la inversión de capital en microfinanzas siguen siendo positivas.

Anexo I: Glosario

Instituciones financieras para el desarrollo (IFD) son las filiales en el sector privado de organismos oficiales bilaterales e instituciones multilaterales, como el Banco Mundial. Las IFD se han establecido para ofrecer inversiones y servicios de asesoramiento con el fin de desarrollar el sector privado en países en desarrollo. Las IFD incluyen organizaciones multilaterales, como la IFC (Corporación Financiera Internacional, filial del Banco Mundial), e instituciones financieras bilaterales, como la alemana KfW (*Kreditanstalt für Wiederaufbau*).

Las IFD han sido de las primeras inversoras en las microfinanzas. La mayoría de las IFD empezaron a financiar las microfinanzas a finales de los años noventa, siguiendo los pasos emprendidos por las agencias donantes de fondos en los años setenta. Las IFD aportan una visión comercial a la industria microfinanciera, ofreciendo préstamos en condiciones casi comerciales, inversiones de capital y garantías a las IMF. En 2007, 19 IFD participaban en las microfinanzas. Su cartera total para las microfinanzas supera los US\$4.000 millones y está creciendo a un ritmo anual del 55%. La mayoría de las inversiones de las IFD son de renta fija (60%) y se concentran en las IMF más grandes. Sin embargo, las inversiones de capital de las IFD también están creciendo y llegaron a los US\$890 millones en diciembre de 2007. Según la encuesta sobre financiadores del CGAP, cuatro IFD (KfW, IFC, FMO, BERD) abarcan el 80% de las inversiones totales de capital de las IFD en microfinanzas.

Los vehículos de inversión en microfinanzas (VIM) son fondos especializados en las microfinanzas o vehículos de inversión que hacen de intermediarios entre inversores e IMF. En 2007 había 93 VIM activos que gestionaban activos totales por valor de US\$5.400 millones. Los VIM abarcan toda una serie de organizaciones en términos de inversores, instrumentos y reglamentación de las inversiones. Los VIM más grandes son fondos comunes regulados, vehículos financieros estructurados y sociedades de cartera. Las inversiones de los VIM se han cuadruplicado desde 2005 y este crecimiento tiene visos de continuar. Los inversores

individuales y las fundaciones invirtieron desde el principio en estos vehículos y siguen aportando un tercio de su capital. Las IFD también invirtieron desde el principio y contribuyeron a la puesta en marcha de varios VIM, como el fondo de inversión *Profund*. En la actualidad, los inversores institucionales aportan la mayor parte del financiamiento de los VIM, con una participación del 40%. Los VIM invierten principalmente en renta fija (78%) en grandes IMF de Europa oriental y América Latina. Sin embargo, las inversiones de capital están creciendo rápidamente (+95% en 2007) y pasaron la barrera de los US\$1.500 millones en 2008. El fondo más grande es *ProCredit*, una sociedad de cartera alemana de 19 bancos totalmente nuevos. Según la encuesta del CGAP de los VIM en 2008, el rendimiento promedio de los fondos de inversión privada en microfinanzas es del 12,5% (tasa promedio interna de rendimiento bruto de los fondos que empezaron a invertir en 2002).

Inversión socialmente responsable (ISR) es un término genérico que abarca las inversiones éticas, las inversiones responsables y las inversiones sostenibles que combinan los objetivos financieros de los inversores con sus preocupaciones por cuestiones medioambientales, sociales y de gestión de gobierno. Los inversores de ISR pueden utilizar toda una serie de estrategias de inversión, que incluyen la exclusión ética, la selección negativa o positiva y la participación de los accionistas. Los inversores institucionales, como los fondos de pensiones que integran las consideraciones sobre ISR en sus decisiones sobre inversiones, forman parte de los mercados más amplios de ISR. Según el estudio de Eurosif de la ISR en 2008, el mercado general de ISR tiene un valor estimado de 5 billones de euros, lo que incluye 2 billones en Estados Unidos y 2,6 billones en Europa.

Las instituciones microfinancieras (IMF) conceden microcréditos específicamente a prestatarios con bajos ingresos que trabajan habitualmente por cuenta propia o son propietarios de negocios muy pequeños, más que a trabajadores asalariados. La cuantía de los préstamos es pequeña (en promedio, US\$3.000 en Europa y Asia Central³⁰ y menos de US\$1.000 en el resto del mundo), y

³⁰ *MicroBanking Bulletin* 7, promedio de *MicroBanking Bulletin* para 2007.

los prestamistas utilizan técnicas de crédito alternativas que no dependen generalmente de las garantías convencionales. Los principales productos de la mayoría de las 1.300 instituciones que proporcionan información a *MixMarket* (centro de intercambio de información de la industria) son los préstamos a microempresas, aunque está aumentando su oferta de otros tipos de préstamos, como los créditos hipotecarios y a los consumidores para trabajadores asalariados, y las

cuentas de ahorro. Las IMF tienen todo tipo de formas legales, desde las mutuales de crédito y las ONG hasta las instituciones financieras no bancarias y los bancos regulados. Muchas de ellas están reduciendo su dependencia de los subsidios de donantes y captando capital comercial (normalmente en forma de deuda, depósitos e inversiones de capital). La mayoría de las IMF consideran que tienen un doble objetivo y buscan tanto los beneficios como lograr un impacto social.

Anexo II: Múltiplos de transacciones de capital privado (estudio del CGAP)

Cuadro 22. Tamaño de la transacción

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<\$500m	8,3	6,7	1,8	1,4	64
\$500m-\$1M	9,3	7,4	1,5	1,4	29
\$1M-\$2M	9,3	5,2	1,6	1,3	29
>\$2M	14,0	12,2	3,5	2,5	21

Fuente: CGAP.

Cuadro 23. Capitalización del mercado

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<\$5M	8,9	6,2	1,7	1,5	61
\$5M-\$10M	11,1	9,1	1,5	1,3	28
\$10M-\$20M	7,4	6,9	1,6	1,3	31
>\$20M	11,6	9,7	3,6	2,3	23

Fuente: CGAP.

Cuadro 24. Tipo de comprador

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
VIM	9,2	7,2	1,9	1,3	71
IFI	14,3	8,6	2,4	1,8	36
Otro	7,8	7,4	1,8	1,5	28

Fuente: CGAP.

Cuadro 25. Escala: Número de prestatarios

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
Pequeño	10,9	8,2	1,6	1,3	31
Medio	11,5	7,8	1,8	1,4	27
Grande	8,0	7,3	2,3	1,5	66

Fuente: CGAP.

Pequeño=<10.000 prestatarios, medio=10.000-30.000 prestatarios, grande=>30.000 prestatarios.

Cuadro 26. Antigüedad de la IMF

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
Nueva	14,7	13,0	1,9	1,7	38
Joven	8,7	8,1	2,6	1,5	36
Madura	7,1	5,8	1,6	1,2	51

Fuente: CGAP.

Nueva= 0-6 años, joven= 6-10 años, madura= >10 años

Cuadro 27. Situación legal

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
Banco	10,6	9,3	1,8	1,4	59
IF no bancaria	8,8	6,4	2,1	1,4	81

Fuente: CGAP.

Cuadro 28. Eficiencia

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<10%	6,6	6,8	5,8	5,1	6
10%-20%	8,6	7,3	1,8	1,4	76
20%-30%	8,9	9,3	1,4	1,1	10
>30%	13,1	11,3	2,0	1,5	22

Fuente: CGAP. Gasto operativo y promedio de la cartera de préstamos brutos en el mismo período.

Cuadro 29. Calidad de los activos: PAR 30

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<1%	9,9	8,3	2,5	1,7	51
1%-3%	7,0	6,8	1,4	1,2	41
>3%	10,9	7,5	1,9	1,4	29

Fuente: CGAP.

Saldo vigente de los préstamos (principal e intereses) con al menos un pago pendiente > 30 días / cartera de préstamos brutos.

Cuadro 30. Intermediación financiera (IF): Ahorro con respecto a activos totales

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
Sin IF	8,3	6,5	2,5	1,3	36
Baja IF	9,5	6,0	1,9	1,6	35
Alta IF	10	8,2	1,7	1,4	52

Fuente: CGAP.

Sin IF = Ahorro voluntario / activos totales=0, baja IF = Ahorro voluntario / activos totales > 0 y <20%, alta IF =Ahorro voluntario / activos totales>20%.

Cuadro 31. Apalancamiento: Deuda con respecto al capital

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Median	Promedio no ponderado	Median	
<3	13,3	11,1	1,9	1,6	30
3 to 6	9,8	7,9	1,7	1,3	45
>6	7,2	6,6	2,3	1,4	49

Fuente: CGAP.

Pasivo total / capital total.

Cuadro 32. Alcance: Saldo promedio de los préstamos

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<50%	8,6	6,6	2,7	1,5	37
50%-150%	9,3	7,9	1,8	1,6	40
>150%	10,1	7,8	1,6	1,3	45

Fuente: CGAP.

Saldo promedio del préstamo por prestatario / YNB (ingreso nacional bruto) per cápita.

Cuadro 33. Alcance: Saldo promedio de los ahorros

	Evolución del PER		Evolución del PVC		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<50%	12,6	6,6	2,5e	1,8e	22
50%-100%	8,9	8,9	1,6	1,4	37
>100%	8,6	7,4	1,5	1,3	25

Fuente: CGAP.

Saldo promedio del ahorro por prestatario / YNB (ingreso nacional bruto) per cápita.

Anexo III: Participantes en la encuesta del CGAP sobre transacciones de capital privado

La encuesta del CGAP sobre transacciones de capital privado se completó en el verano de 2008. Participaron 31 organizaciones, entre ellas cuatro instituciones financieras para el desarrollo (IFD), 13 vehículos de inversión en microfinanzas (VIM) y 14 IMF. El CGAP agradece el apoyo de estas organizaciones a la investigación pública sobre la valoración microfinanciera. La encuesta es estrictamente confidencial, aunque las siguientes organizaciones han autorizado su mención en la lista de participantes.

IFD

BIO
FMO
PROPARCO

VIM

ACCION INTERNATIONAL
ADVANS SA
AKAM
INCOFIN
INVESTISSEUR ET PARTENAIRE POUR LE DEVELOPPEMENT (I&P)
MECENE INVESTMENT, ADVISOR OF AFRICAP
MICROVEST
OMTRIX
OPPORTUNITY INTERNATIONAL
RESPONSABILITY
SHORECAP MANAGEMENT
SIDI

Instituciones financieras

BANCO DEL ÉXITO (BANEX)
CENTENARY BANK
COMPARTAMOS BANCO
FOUNDATION D-MIRO MISION ALIANZA-ECUADOR
UGANDA FINANCE TRUST
XACBANK

Comparta este número de *Estudios especiales* 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,
NW MSN P3-300
Washington, DC
20433 USA

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

Correo electrónico:
cgap@worldbank.org
© CGAP, 2009

Los autores de este Estudio especial son Nicholas P. O'Donohoe y Frederic Rozeira de Mariz, ambos de J.P. Morgan, y Elizabeth Littlefield, Xavier Reille y Christoph Kneiding, del CGAP. Este informe es el resultado de una colaboración entre el CGAP y J.P. Morgan.

Los autores agradecen la contribución de Christina Leijonhufvud, directora de Finanzas del Sector Social de J.P. Morgan y Mia Feldman del equipo de Finanzas del Sector Social; Neil Gupte, analista de capitales sobre Finanzas en Asia; Thomas Anduze-Acher, analista de capitales sobre Finanzas en América Latina; Richard Rosenberg, asesor principal del CGAP; Barbara Gahwiler y Mathieu Lebegue, analistas de microfinanzas del CGAP.

Los autores también agradecen las contribuciones en J.P. Morgan de Sunil Garg, director de Análisis de Capitales para Asia; Aditya Srinath, director para Análisis

de Capitales para Indonesia; Victoria Miles, directora de Análisis Corporativo de Mercados Emergentes; Paul Formanko, director de Análisis de Capitales de Bancos en la Europa Emergente y Asia Central; Mervin Naidoo, analista principal de Bancos del Sur de África; Saúl Martínez, analista principal de Instituciones Financieras de América Latina.

Finalmente, los autores hacen extensivo su agradecimiento a Adrián González del *Microfinance Information eXchange*; Deborah Drake y otros miembros del *Council of Microfinance Equity Fund*; Alex Silva y Brian Busch de Omrix; y Clay O'Brien de *Opportunity International* por compartir su apoyo y sus opiniones sobre el sector de las microfinanzas.

Los autores asumen la responsabilidad de las opiniones expresadas en este informe y de cualquier imprecisión.

Para citar este Estudio especial se sugiere la siguiente fórmula:

O'Donohoe, Nicholas P., Frederic Rozeira de Mariz, Elizabeth Littlefield, Xavier Reille y Christoph Kneiding. 2009. "Ilustración de la valoración del capital microfinanciero: Pasado y presente". Estudio Especial n.º 14. Washington, DC.: CGAP y J.P. Morgan, enero.

El CGAP es responsable exclusivo de la impresión y la distribución de este Estudio Especial. El CGAP no está afiliado con J.P. Morgan y no ejerce de representante ni agente.

