

Enfoques

NO. 30

AGOSTO DE 2005

EL MERCADO PARA LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL SECTOR DE LAS MICROFINANZAS: OPORTUNIDADES Y DESAFÍOS

Introducción

Muchas instituciones microfinancieras (IMF) de las economías en desarrollo y en transición han recibido financiamiento externo, en especial aquellas más grandes. La mayor parte de esos recursos han consistido en donaciones o préstamos altamente subvencionados concedidos por organismos cooperantes, entre los que cabe mencionar cooperantes bilaterales como la Agence Française de Développement o la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID) y organismos multilaterales como el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) o el Banco Mundial. Según estimaciones del CGAP, en años recientes estos cooperantes bilaterales y multilaterales han realizado donaciones y concedido préstamos blandos por un valor de entre US\$500 millones y US\$1.000 millones al año para las microfinanzas.

Sin embargo, desde el año 2000 se ha producido un acelerado aumento de la inversión extranjera por parte de diversos organismos y fondos con una orientación más comercial, tales como Dexia Microcredit Fund y MicroVest. A mediados de 2004, esta categoría de instituciones había invertido un total de casi US\$1.200 millones en unas 500 IMF. El capital accionario, los préstamos y las garantías que ofrecen a las IMF suelen estar menos subvencionados que las donaciones y préstamos otorgados por los cooperantes tradicionales. Estos “inversionistas extranjeros” y la demanda de sus servicios son el tema del presente trabajo, en el que hace un estudio del mercado y se procura dar respuesta a algunos interrogantes fundamentales:

- ¿Qué proporción de la inversión extranjera en IMF es realmente privada?
Menos de la cuarta parte.
- ¿Qué proporción de esa inversión es realmente de carácter comercial?
Una parte muy pequeña.
- ¿Dónde se colocan esas inversiones (en lo que respecta a las regiones y a la cantidad y el tipo de IMF)?

Quinientas cinco IMF han recibido inversión extranjera, pero ésta se ha concentrado en inversiones de gran volumen en un pequeño número de instituciones autorizadas y reguladas de América Latina, y Europa oriental y Asia central.

 **CGAP** Forjando sistemas financieros que sirvan a los pobres



Los autores de este número de Enfoques son Gautam Ivatury, analista de microfinanzas del CGAP, y Julie Abrams, consultora.

Los autores desean expresar su agradecimiento a Rich Rosenberg y Alexia Latortue por su importante contribución a este trabajo. Agradecen también los valiosos comentarios de Elizabeth Littlefield y Xavier Reille.

El Grupo Consultivo de Ayuda a la Población Pobre (CGAP) es un consorcio de 31 organismos de desarrollo que promueven el microfinanciamiento. Para obtener más información sobre el CGAP, visite su sitio Web: www.cgap.org.

© 2007, El Grupo Consultivo de Ayuda a la Población Pobre

- ¿Los inversionistas compiten por las IMF en las que desean invertir?

Son muy frecuentes los casos en que un solo inversionista financia a una IMF tanto directa como indirectamente, lo cual indica que la oferta de fondos procedentes de inversionistas extranjeros puede superar la demanda por parte de IMF de bajo riesgo.

- A medida que las IMF continúen creciendo y absorbiendo más financiamiento, ¿qué función cumplirá probablemente la inversión extranjera en comparación con las fuentes de financiamiento internas en los países de las IMF?

Es probable que las fuentes internas adquieran más importancia, particularmente para las IMF reguladas.

- ¿Crea la deuda externa un riesgo cambiario inadecuado para las IMF?

Aparentemente, muchas IMF están contrayendo deuda en moneda dura porque las tasas de interés parecen ser más bajas en términos nominales, sin tener en cuenta el importante riesgo cambiario que asumen.

- ¿Qué enseñanzas prácticas se obtienen de este análisis?

Los inversionistas extranjeros agregarían más valor al mercado si fueran capaces de tolerar un mayor nivel de riesgo y, en consecuencia, pudieran trabajar con IMF menos reconocidas. Los que son financiados con fondos públicos están en las mejores condiciones de asumir más riesgos. Se debería ayudar a las IMF reguladas a ampliar su acceso al financiamiento de fuentes locales. Las IMF y los inversionistas deben tener presente el riesgo cambiario inherente a los préstamos en moneda dura.

En este documento la expresión “instituciones microfinancieras” comprende organizaciones no gubernamentales (ONG), cooperativas, bancos e instituciones no bancarias autorizadas que prestan

servicios financieros a microempresarios y otros clientes de bajos ingresos, por lo general valiéndose de nuevas técnicas de financiamiento desarrolladas en los últimos 25 años. Existen otros intermediarios financieros con una orientación social —en especial, cajas postales y otros bancos de propiedad estatal— que probablemente lleguen a muchos más clientes de bajos ingresos que las IMF. En este trabajo no se analizan esas entidades porque por lo general no atraen ni requieren inversión extranjera. Con todo, hay que reconocer la importante función que cumplen sus servicios y su infraestructura¹.

Fuentes de los datos

Entre julio y septiembre de 2004, el CGAP, Microfinance Information eXchange (MIX) y Appui au Développement Autonome (ADA) encuestaron a 54 inversionistas extranjeros en el sector de las microfinanzas con la finalidad de averiguar sobre su estructura jurídica, interés y trayectoria en materia de inversiones, disponibilidad de fondos no comprometidos y resultados financieros. La encuesta arrojó datos sobre inversiones “directas” en 505 IMF e inversiones “indirectas” en 25 fondos de microfinanzas. En el caso de 33 de los 54 inversionistas, las respuestas de la encuesta se corroboraron o complementaron con información tomada de informes anuales.

En julio de 2004, el CGAP y el MIX extendieron una invitación abierta a IMF y otras instituciones financieras que prestan servicios a los pobres para que llenaran un cuestionario sobre su estructura de capital y preferencias de financiamiento². Se recibieron respuestas de 216 instituciones de 60 países³, las que se complementaron con datos sobre sus ba-

1. Christen, Rosenberg y Jayadeva, *Instituciones financieras con doble objetivo: Repercusiones para el futuro de las microfinanzas*, 2004.

2. La versión en inglés de la encuesta se puede consultar en www.surveymonkey.com/s.asp?u=33938560773.

3. La asistencia de Microfinance Centre (MFC) en Polonia, CAPAF en Senegal, así como de diversos inversionistas extranjeros en microfinanzas y asociaciones de IMF, resultó muy valiosa para obtener estas respuestas.

Cuadro 1 Inversión extranjera en microfinanzas, mediados de 2004 (en millones de US\$)

	IFI	Fondos privados	Todos los inversionistas
Inversión directa: Financiamiento para IMF de primer piso	648 56%	511 44%	1.159 100%
Inversión indirecta: Financiamiento destinado a otros fondos de inversión, parte del cual ya se ha convertido en inversión directa	484 79%	126 21%	611 100%
Total de inversiones: Obsérvese que esta partida incluye una doble contabilización, ya que parte de las inversiones directas de los fondos privados proviene de IFI y otros fondos.	1.132 64%	637 36%	— —

Fuente: Encuesta realizada por el CGAP, MIX y ADA en 2004 a inversionistas extranjeros en el sector de las microfinanzas. Los totales indican la suma de tres tipos de datos: fondos desembolsados, fondos comprometidos pero no desembolsados y en algunos casos, cartera pendiente. Los inversionistas encuestados no proporcionaron los datos de manera consistente.

lances generales y resultados financieros proporcionados por asociaciones del sector y proveedores de servicios⁴.

Inversionistas extranjeros: Clasificación por tipo, número y escala de las inversiones

A mediados de 2004 había unos 60 inversionistas extranjeros en las microfinanzas, de los cuales 54 participaron en la encuesta del CGAP, MIX y ADA (véase el Anexo 1). Los fondos participantes se pueden clasificar en dos grupos:

- Las instituciones de inversión de nueve organismos de desarrollo bilaterales y multilaterales (instituciones financieras internacionales o IFI), como la Corporación Financiera Internacional (CFI), Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) de Alemania, entre otras. Los recursos que proporcionan estos organismos provienen de los gobiernos o de empréstitos tomados en los mercados de capital, donde su carácter público permite conseguir bajas tasas de interés.

4. Los autores expresan su agradecimiento a Glenn Westley del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Damien von Stauffenberg y Todd Farrington de MicroRate, e Isabelle Barrès, de MIX, por su ayuda en la recopilación de estos datos.

- Cuarenta y cinco fundaciones e inversionistas extranjeros privados (“fondos privados”). Si bien su administración está en manos privadas, más de la mitad de su capital proviene de fuentes públicas.

Tanto los fondos privados como las IFI suelen aplicar criterios casi comerciales en el análisis y el seguimiento de las inversiones. Sin embargo, ninguna de las IFI y muy pocos fondos privados son estrictamente comerciales: asumen mayores riesgos y aceptan menores tasas de rentabilidad que los inversionistas que sólo procuran maximizar las utilidades⁵.

En el Cuadro 1 se muestra el volumen de inversión extranjera directa e indirecta a mediados de 2004⁶. El volumen de inversión directa que realmente llega a las IMF alcanza alrededor de US\$1.200 millones. Los US\$611 millones de inversión indirecta corresponden a una inversión en otro fondo, que a la larga llega a la IMF en forma de inversión directa de ese otro fondo. La mayor parte de la inversión directa (US\$648 millones, es decir,

5. En la encuesta no se incluyeron bancos internacionales como Société Générale, Citigroup u otros, que han realizado inversiones transnacionales en unas pocas instituciones financieras que prestan servicios a los pobres.

6. Datos proporcionados por los inversionistas al 31 de diciembre de 2003; 31 de marzo de 2004 o 30 de junio de 2004.

el 56%) proviene de las IFI. Aparte de las inversiones directas, estos inversionistas públicos han invertido otros US\$484 millones en fondos de inversión administrados por el sector privado. De la misma manera, los fondos privados han realizado inversiones directas en IMF e inversiones indirectas en otros fondos privados.

Además de los US\$1.200 millones invertidos directamente en IMF hasta mediados de 2004, ¿cuánto más financiamiento se encontraba disponible o es probable que lo esté pronto? No se pueden cuantificar los montos adicionales disponibles directamente de las IFI, porque sus inversiones en microfinanzas suelen provenir de su presupuesto general, no de un presupuesto destinado de antemano a esos fines.

Sin embargo, en el caso de los fondos privados se puede hacer un cálculo aproximado. Además de movilizar capital de las IFI, los fondos privados atraen financiamiento de ONG e inversionistas privados con fines sociales, así como de organismos cooperantes bilaterales y programas de lotería gubernamentales. El CGAP calcula que la aportación a los fondos privados de fuentes distintas de las IFI fue superior a US\$460 millones. Las inversiones directas e indirectas de las IFI ascendieron a US\$1.130 millones, con un total de inversión extranjera destinada a microfinanciamiento de alrededor de US\$1.600 millones. Si de esta cantidad ya se han invertido en IMF aproximadamente US\$1.200 millones, los fondos privados tendrían recursos disponibles sin comprometer por valor de más de US\$400 millones.

Además de los US\$400 millones que ya estaban disponibles a mediados de 2004, los inversionistas privados esperaban incrementar su capital en unos US\$104 millones en el corto plazo. Cinco fondos privados nuevos debían iniciar sus operaciones en 2005 con unos US\$150 millones en activos. Por lo tanto, en el corto plazo se esperaba disponer de un total de aproximadamente US\$654 millones a través de fondos privados. En este caso también, dado que estas cifras no incluyen futuras inversiones di-

rectas de las IFI, el monto total de la inversión extranjera a corto plazo para microfinanzas podría ser mucho mayor.

¿Qué proporción de la inversión es privada o verdaderamente comercial?

Si las inversiones en microfinanzas por parte de las IFI y de los programas gubernamentales se toman en conjunto, el sector público, ya sea directa o indirectamente (por ejemplo, a través de inversiones en fondos privados) financia por lo menos el 75% de todas las inversiones extranjeras de capital en el sector de las microfinanzas. De los US\$1.600 millones en inversión extranjera para microfinanciamiento disponibles o comprometidos a mediados de 2004, las nueve IFI identificadas en este análisis contribuyen con US\$1.130 millones, y los programas de lotería de los gobiernos financian alrededor de US\$63 millones, que en su mayor parte se destinan a un pequeño grupo de fondos privados en Europa. Otros organismos públicos e instituciones financieras de desarrollo, tales como la Corporación de Desarrollo de la Commonwealth (CDC) y el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), financian otros US\$50 millones aproximadamente. El total del financiamiento proveniente de estas fuentes públicas, que alcanza a unos US\$1.250 millones, representa más del 75% de todas las inversiones de capital extranjero en microfinanzas.

Aparte de la división entre financiamiento público y privado, es importante saber qué proporción del financiamiento privado proviene de fuentes con fines comerciales (es decir, que procuran maximizar las utilidades). Los inversionistas que ven las microfinanzas como una inversión rentable tienen más probabilidades de dedicarse a las inversiones en este ámbito en forma continuada.

En la actualidad, la mayor parte del financiamiento privado para inversión extranjera en microfinanzas proviene de fuentes con fines sociales, tales como organizaciones religiosas, ONG y personas naturales acaudaladas que tienen motivaciones so-

ciales. Hasta ahora, los inversionistas comerciales que procuran maximizar las utilidades, como el sector de inversiones socialmente responsables (que procura obtener rentabilidad del mercado pero descarta a ciertos sectores de inversión por considerarlos no deseables) han invertido relativamente poco dinero en las microfinanzas. De cualquier modo, es más probable que el financiamiento de fuentes internas, especialmente en forma de depósitos y de préstamos de bancos comerciales, sea de carácter verdaderamente comercial y, por lo tanto, sea más seguro en el largo plazo que la mayor parte de la inversión extranjera que reciben las IMF. Dada la dificultad que enfrentan muchas IMF para tomar empréstitos de bancos locales, no cabe duda de que la mayoría de estas entidades bancarias aplican criterios meramente comerciales; las instituciones no reguladas, en particular, deben cumplir exigentes requisitos en materia de garantías debido a su situación jurídica.

¿Cuál es el destino de la inversión extranjera?

La inversión extranjera en IMF consiste en:

- participaciones de capital: el inversionista compra acciones de la IMF, se convierte en accionista con derecho a voto y a menudo integra la junta directiva;
- deuda: el inversionista otorga un préstamo a la IMF, y en algunos casos éste se encuentra jurídicamente subordinado a las exigencias de otros prestamistas o depositantes, en cuyo caso puede funcionar como cuasicapital para efectos regulatorios, o
- garantías: el inversionista garantiza empréstitos tomados por la IMF de bancos locales o en los mercados de capital.

Las instituciones de primer piso que reciben las inversiones pueden clasificarse en dos grupos. Los bancos y las “instituciones financieras no bancarias

(IFNB)” están autorizadas y reguladas por las autoridades bancarias nacionales; pueden utilizar participaciones de capital, deuda y garantías. Las ONG y cooperativas (incluidas las mutuales de crédito) no están estructuradas jurídicamente para recibir inversiones en forma de participaciones de capital, de manera que sólo pueden utilizar deuda y garantías⁷. De las 505 IMF que recibieron inversión extranjera identificadas en la encuesta de inversionistas, 166 son instituciones reguladas y 196 son ONG y cooperativas. No se suministraron datos sobre la situación jurídica de las restantes 143 IMF, aunque probablemente la mayoría, si no todas, no estén reguladas. Por lo tanto, alrededor de un tercio de las IMF que recibieron inversión extranjera identificadas en la encuesta son instituciones reguladas.

La inversión extranjera se ha extendido a todas las regiones en desarrollo del mundo, así como a aquellas que tienen economías en transición. Sin embargo, existe una fuerte concentración en ciertas regiones, tipos de instituciones e IMF específicas.

En el Cuadro 2 se observa que el 87% de la inversión extranjera ha estado dirigida a América Latina (principalmente inversiones realizadas por fondos privados), Europa oriental y Asia central (sobre todo, inversiones de IFI). Esto se debe a que la mayor parte de la inversión está destinada a IMF reguladas que se concentran en esas regiones (véase el Gráfico 1). En su mayor parte, la inversión extranjera consistió en deuda (69%); el 24%, en participaciones de capital, y tan sólo el 8% en garantías para empréstitos locales.

Hay varias explicaciones posibles para la gran concentración de inversión en estas dos regiones. En Asia, las IMF han logrado obtener financiamiento de los gobiernos y de prestamistas multilaterales a tasas subvencionadas con mayor facilidad

7. Hay inversionistas extranjeros que han tomado participaciones de capital para contribuir a la transformación de una ONG: el inversionista y la ONG capitalizan una nueva compañía con fines de lucro para continuar las operaciones de microfinanciamiento de la ONG, pero ahora como una institución regulada.

Cuadro 2 Inversión extranjera desembolsada (en millones de US\$ y porcentajes)
y número de IMF receptoras de inversión, mediados de 2004

Región	Fondos privados			IFI			Todos los inversionistas	
	Participaciones de capital	Deuda	Garantías	Participaciones de capital	Deuda	Garantías	Monto total	Total de receptores
Europa oriental/ Asia central	\$74 46%	\$39 14%	\$0 0%	\$68 71%	\$323 69%	\$2 3%	\$506 46%	\$89 18%
América Latina y el Caribe	\$69 43%	\$166 59%	\$6 78%	\$13 14%	\$136 29%	\$57 76%	\$447 41%	\$193 38%
África sub- sahariana	\$15 9%	\$30 11%	\$1 10%	\$6 6%	\$2 0%	\$8 11%	\$62 6%	\$104 21%
Asia oriental y el Pacífico	\$2 1%	\$23 8%	\$1 9%	\$4 4%	\$6 1%	\$0 0%	\$36 3%	\$63 12%
Asia meridional	\$1 1%	\$23 8%	\$0 3%	\$5 5%	\$0 0%	\$1 1%	\$30 3%	\$48 10%
Oriente medio y Norte de África	\$0 0%	\$2 1%	\$0 0%	\$0 0%	\$0 0%	\$7 9%	\$9 1%	\$8 2%
Total	\$161 100%	\$283 100%	\$8 100%	\$96 100%	\$467 100%	\$75 100%	\$1.090 100%	\$505 100%

Fuente: Encuesta realizada por el CGAP, MIX y ADA en 2004 a inversionistas extranjeros en el sector de las microfinanzas. Los receptores son exclusivamente IMF de primer piso reguladas y no reguladas.

que las instituciones de otras regiones. Muchas IMF rentables de Asia oriental y meridional han movilizó financiamiento de fuentes internas, tal y como depósitos y préstamos bancarios. Algunos inversionistas extranjeros informan que en África, las instituciones rentables continúan recibiendo fondos de cooperantes, lo que disminuye sus necesidades de inversión extranjera. En África occidental, las mutuales de crédito y las cooperativas son los principales proveedores de microfinanzas y su estructura no admite inversiones en forma de participaciones de capital. Estas instituciones normalmente utilizan los ahorros de sus miembros para financiar operaciones crediticias⁸.

La concentración de la inversión extranjera es similar por tipo de institución: el 82% ha estado dirigida a IMF autorizadas y reguladas por las autoridades bancarias (véase el Gráfico 1). Este hecho no causa mayor sorpresa, puesto que las IMF regula-

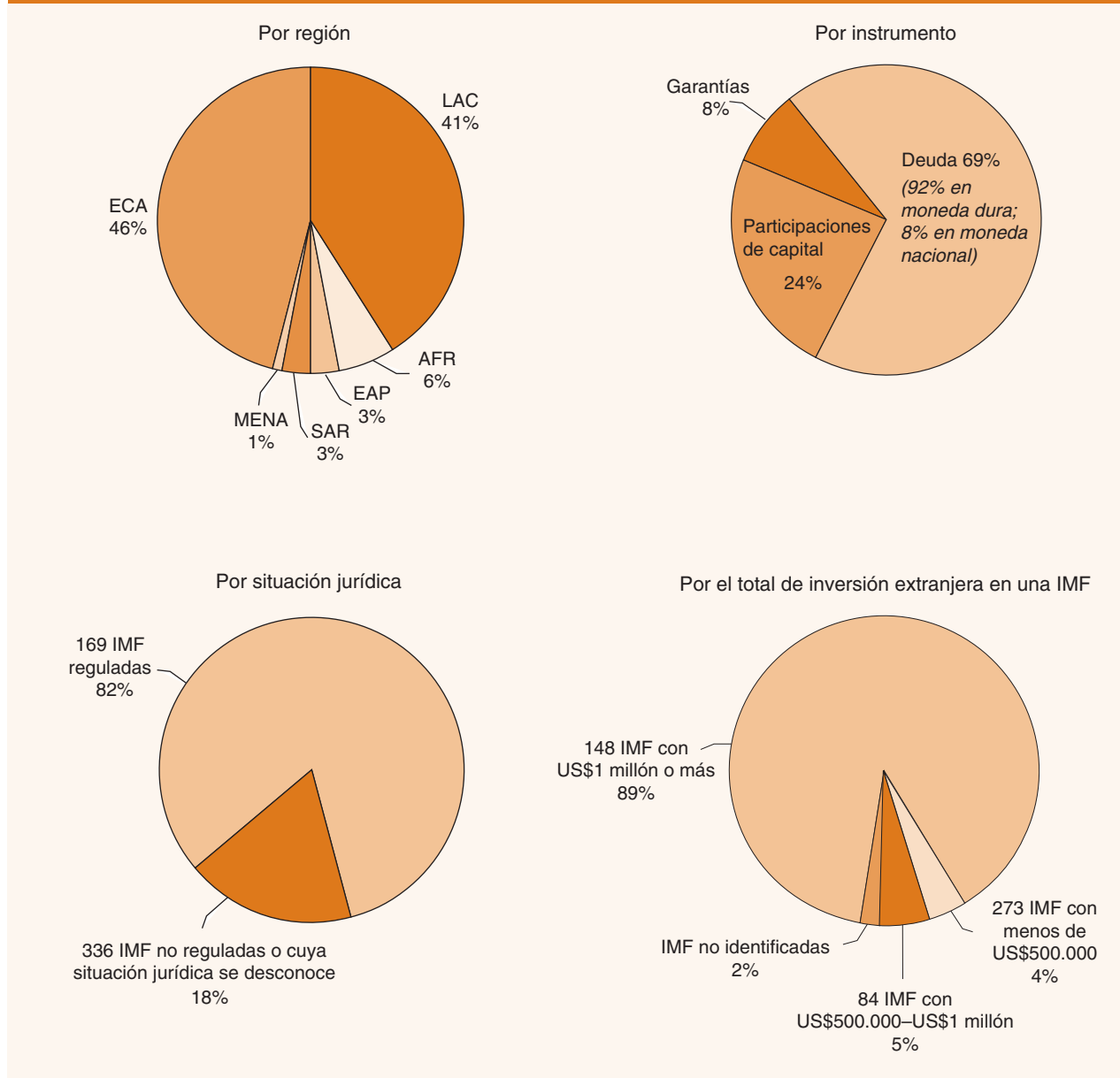
das tienden a ser instituciones más grandes, más maduras y relativamente menos riesgosas. Las IMF reguladas que reciben inversión extranjera son principalmente instituciones latinoamericanas y bancos ProCredit de Europa oriental y Asia central.

También existe una fuerte concentración en unas pocas IMF. Tan sólo 10 de las 505 IMF captaron el 25% del total de inversión directa, y las 148 IMF que recibieron como mínimo US\$1 millón cada una en forma de deuda, participaciones de capital o garantías representaron el 89% del total de la inversión extranjera. Los 18 bancos ProCredit constituyen el 4% de las instituciones que han recibido inversiones, pero han recibido el 34% del monto total invertido, con inclusión de aproximadamente el 60% de toda las participaciones de capital realizadas por fondos privados, y el 45% del total de deuda suministrada por IFI, como se puede apreciar en el Cuadro 3⁹.

8. Véase Ivatury y Reille, *Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors*, 2004.

9. ProCredit Holding AG es el sucesor de Internationale Micro Investitionen AG (IMI).

Gráfico 1 Volumen de inversión extranjera en microfinanzas, mediados de 2004



Cuadro 3 Inversión extranjera en instituciones de ProCredit, mediados de 2004 (en millones de US\$ y porcentajes)

Región	Fondos privados			IFI			Todos los inversionistas	
	Participaciones de capital	Deuda	Garantías	Participaciones de capital	Deuda	Garantías	Total	Número de receptores
18 bancos ProCredit	92,7	7,3	0,0	59,1	210,9	4,8	374,7	18
Porcentaje del total	58%	3%	0%	61%	44%	6%	34%	4%

Fuente: Encuesta realizada por el CGAP, MIX y ADA en 2004 a inversionistas extranjeros en el sector de las microfinanzas.

Por último, existe una fuerte concentración en cuanto a los proveedores de inversión extranjera. Prácticamente la mitad del total de recursos de inversión los suministran cuatro IFI: la Corporación Financiera Internacional (CFI), el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD), Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) y la Development Credit Authority (DCA) de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID). Si se añaden dos fondos privados —ProCredit Holding (AG) y Oikocredit— esta proporción aumenta a dos tercios del total de recursos de inversión suministrados por tan sólo seis de los 54 inversionistas.

Hasta ahora, el panorama relativo a la inversión extranjera ha sido dominado por unos pocos fondos de gran tamaño que invierten en un pequeño número de IMF de bajo riesgo, principalmente instituciones reguladas de América Latina, Europa oriental y Asia central.

¿Los inversionistas compiten para encontrar IMF en las cuales invertir?

Hay numerosas indicaciones anecdóticas en el sentido de que a los inversionistas no les resulta fácil colocar fondos en IMF que estén a la altura de sus normas. En un sorprendente número de casos en América Latina, donde los fondos privados colocan la mayor parte de sus recursos, varios inversionistas están invirtiendo en una sola IMF. De los 54 inversionistas extranjeros, 20 han invertido en el Banco Solidario (Ecuador); 15 en Confianza (Perú); 11 en la Fundación Nieberowski (Nicaragua), y 10 en la Caja Los Andes (Bolivia) y SFE (Ecuador).

¿Acaso las IMF movilizan financiamiento de un gran número de inversionistas porque cada fondo invierte solamente una pequeña cantidad? Esto puede ser cierto en el caso de las IMF que cuentan con un pequeño número de inversionistas. Sin embargo, el grado de inversiones múltiples que se muestran en el Cuadro 4 parecería indicar que la oferta de inversión extranjera es superior a la de-

manda por parte de IMF que reúnen el perfil de calidad y de riesgo que exigen los inversionistas.

En algunos casos, un mismo inversionista financia la misma institución a través de varios conductos indirectos. Por ejemplo, BIO, una institución financiera internacional fundada por el gobierno de Bélgica, es propietaria de alrededor del 15% de Caja Los Andes de Bolivia y además le otorga préstamos. También tiene una participación en el capital de ProCredit Holding AG, que a su vez es propietaria mayoritaria de Caja Los Andes. Además, BIO tiene acciones en Alterfin, que a su vez tiene una participación accionaria en SIDI, que a su vez tiene acciones de ProFund, que realiza inversiones en Caja Los Andes. Asimismo, BIO tiene compromisos adicionales con Caja Los Andes a través de la inversión de SIDI en LA-CIF. La participación directa e indirecta de BIO en la propiedad de Caja Los Andes es de aproximadamente el 20%.

Otras IFI, tales como KfW y la CFI, tienen inversiones superpuestas similares. Los 10 inversionistas en Caja Los Andes y los 21 en Banco Solidario no comparten el riesgo según el monto relativo de sus inversiones directas. Por ejemplo, además de la inversión directa de la CFI en ambas instituciones, ésta tiene una participación indirecta a través de dos fondos privados: ACCIÓN Investments in Microfinance (AIM) y ProFund.

Dada la complejidad de este panorama de inversiones superpuestas, a la larga parecería sensato proceder a una consolidación entre los inversionistas.

Demanda relativa: el financiamiento interno frente al financiamiento externo

Como se aprecia en el Gráfico 1, la mayor parte de la inversión extranjera en forma de deuda se destina a IMF autorizadas, reguladas por las autoridades bancarias. En la encuesta del CGAP y el MIX sobre necesidades de financiamiento se comprobó que las IMF reguladas deseaban que la proporción de los depósitos locales aumentara considerablemente

Cuadro 4 IMF que cuentan con ocho o más inversionistas extranjeros, medidos de 2004 (en millones de US\$)

Institución	45 fondos privados		9 IFI		54 inversionistas en total	
	Número	Monto invertido	Número	Monto invertido	Número	Monto invertido
Banco Solidario(Ecuador)	15	21,7	5	19,1	20	40,9
Confianza (Perú)	14	5,8	1	0,3	15	6,1
Fundación Nieberowski (Nicaragua)	11	3,7	0	0	11	3,7
Caja Los Andes (Bolivia)	5	9,5	5	24,7	10	34,2
SFE (Ecuador)	5	11,6	5	9,5	10	21,1
WWB Cali (Colombia)	6	4,8	3	10,1	9	14,8
FFP FIE (Bolivia)	7	8,1	2	5,9	9	14,0
Banco Sol (Bolivia)	5	8,1	3	11,0	8	19,1
Findesa (Nicaragua)	7	5,8	1	1,5	8	7,3
Prestanic (Nicaragua)	8	1,5	0	0	8	1,5

Fuente: Encuesta realizada por el CGAP, MIX y ADA en 2004 a inversionistas extranjeros en el sector de las microfinanzas.

como porcentaje de su pasivo: según las 37 IMF reguladas que respondieron la encuesta, la proporción ideal entre los depósitos y el total del pasivo era, en promedio, 1,5 veces mayor que el nivel actual. Esto no significa necesariamente que estas IMF quisieran que disminuya el monto absoluto de sus empréstitos externos, pero indica que en el futuro las IMF reguladas que han absorbido la mayor cantidad de deuda externa tal vez necesiten menos deuda de ese tipo como proporción del total de su pasivo.

Las IMF que recién comienzan a administrar depósitos a menudo han subestimado la complejidad y el costo de esta fuente de financiamiento. Para algunas de ellas, el apoyo técnico externo en lo que respecta al diseño de los productos y los sistemas de información podría ser de mayor utilidad que los préstamos externos.

Hasta mediados del 2004, los bancos de microfinanzas ProCredit de Europa oriental habían recibido un tercio del total de los recursos de inversión extranjera en forma de deuda y participaciones de

capital. Sin embargo, según un reciente informe de calificación relativo a ProCredit Holding AG los depósitos de particulares se consideran la principal fuente de crecimiento en el futuro. Asimismo, se espera que la reciente adopción de un logotipo y un nombre comercial uniforme (ProCredit) para el grupo, así como la confianza que inspiran los elementos externos de la red de ProCredit (por ejemplo, gerentes occidentales, oficina matriz en Frankfurt), facilitarán la captación de depósitos de particulares por los distintos bancos¹⁰. Los bancos microfinancieros ProCredit también están empeñados en utilizar los mercados de capital internos cuando ello es posible: en junio de 2004, el ProCredit Bank (Ucrania) vendió bonos a tres años denominados en moneda nacional por valor de US\$6,5 millones principalmente a inversionistas locales, aprovechando la liberalización del mercado de capitales interno.

10. Informe de Fitch Ratings sobre IMI AG, 28 de septiembre de 2004.

Cuadro 5 Razones de las IMF y las cooperativas para conseguir inversión extranjera

Razón para conseguir inversión extranjera	Porcentaje de encuestados que calificaron esta razón como “sumamente importante” o “muy importante”	
	36 IMF reguladas	112 IMF y cooperativas no reguladas
Menor tasa de interés	86%	78%
Garantía más fácil de obtener o de menor valor	69%	72%
Disposición del inversionista para negociar	69%	66%
Plazo (del préstamo)	61%	66%
Rapidez de desembolso	56%	65%
Capacidad para atraer a otros prestamistas e inversionistas	56%	60%
Gama más completa de instrumentos	44%	56%
Suministro de asistencia técnica junto con el capital en divisas	32%	54%
Prestigio	31%	40%

Fuente: Encuesta del CGAP y el MIX sobre necesidades de financiamiento de las IMF.

En Perú y otros países, es posible que el aumento de la competencia, incluido el ingreso de bancos comerciales que procuran maximizar las utilidades en el sector de microfinanzas, esté alentando a las IMF reguladas a aumentar el financiamiento interno de su pasivo¹¹. A junio de 2004, siete bancos comerciales peruanos tenían el 39% del mercado de micropréstamos. En 2001 el Banco de Crédito del Perú, el banco comercial más grande del país, puso en marcha un programa de financiamiento para microempresas que actualmente posee el 14% del mercado, en comparación con el 8% que tiene Mibanco, la IMF más grande¹². El rendimiento de las carteras de préstamos de 11 IMF disminuyó del 46% al 37% (una baja del 20%) entre 1997 y 2003, en parte como resultado de la competencia. La disminución de los rendimientos probablemente ha contribuido al interés de las IMF en el financiamiento mediante depósitos, que se considera más

económico que el financiamiento mediante deuda. A este cambio en las preferencias también puede haber contribuido el deseo de evitar los empréstitos denominados en moneda dura. Los depósitos aumentaron del 40% del total del capital en 1997 al 62% en 2003¹³.

Las IMF peruanas han tomado más empréstitos de fondos privados de microfinanzas que las IMF de cualquier otro país; Perú se sitúa en el tercer lugar en cuanto al volumen total de inversión extranjera en forma de deuda, participaciones de capital y garantías en el sector de las microfinanzas. El cambio en las preferencias del financiamiento hacia los depósitos internos de parte de las IMF peruanas probablemente signifique que en ese país la participación de inversionistas extranjeros en el sector de las microfinanzas será menor.

Con todo, en la encuesta del CGAP y el MIX sobre necesidades de financiamiento se comprobó que tanto las IMF reguladas como las no reguladas continúan procurando conseguir préstamos externos por diversas razones, como se muestra en el Cuadro 5.

11. Chowdri y Silva, compiladores, *Downscaling Institutions and Competitive Microfinance Markets: Reflections and Case Studies from Latin America*, 2004.

12. Izquierdo, Fitch Ratings Perú, Apoyo y Asociados, “El Fondo de las Instituciones de Microfinanzas: Oportunidades y Desafíos”. Presentación ante el Foro del BID, Cartagena, Colombia, septiembre de 2004.

13. Análisis de datos de MicroRate correspondientes al período 1997–2003.

Sin embargo, dichas IMF no constituyen un mercado cautivo: los prestamistas extranjeros informan que, en medida creciente, las IMF procuran conseguir las tasas de interés más bajas posibles.

La demanda de participaciones de capital es incierta

Las IMF reguladas continuarán tratando de conseguir más financiamiento en forma de deuda que de participaciones de capital de fuentes externas. Con frecuencia estas instituciones tienen elevados niveles de capital accionario, y por lo tanto, tienen mayor interés en aumentar su pasivo que en movilizar nuevo capital. Si bien en la mayoría de los países se permite a estas instituciones mantener relaciones deuda-capital propio de entre 5:1 y 8:1, la mayoría de las IMF reguladas tienen menores niveles de endeudamiento. En promedio, la relación deuda-capital propio de las instituciones financieras no bancarias que declaran información al *MicroBanking Bulletin* es de 2,9 a 1, y en el caso de los bancos de microfinanzas especializados, esta relación es de 5,6 a 1 en promedio¹⁴.

Un informe reciente preparado por el Council of Microfinance Equity Funds (CMEF) reveló que de las miles de IMF en funcionamiento, sólo 115 reunirían los requisitos para recibir inversión extranjera en forma de participaciones de capital, dada su situación jurídica, nivel de rentabilidad y tamaño¹⁵. La demanda de este tipo de inversión por parte de muchas de estas instituciones probablemente sea limitada: las 26 IMF con participaciones de capital extranjero que respondieron la encuesta del CGAP y el MIX sobre necesidades de financiamiento señalaron que, en promedio, desearían que los inversionistas extranjeros mantuvieran el 48% de las acciones, en comparación con el 45% que poseen actualmente (es decir, un pequeño aumento). El CMEF también entrevistó a ocho gerentes generales de importantes IMF reguladas, de los cuales

siete señalaron que no necesitarían capital accionario adicional en un período de tres a cinco años. Estos gerentes manifestaron una preferencia por los depósitos o las utilidades para financiar el crecimiento de sus instituciones¹⁶. Los inversionistas que ofrecen financiamiento en forma de deuda o participaciones de capital a las IMF, tales como la CFI, confirman esta preferencia¹⁷.

Las IMF no reguladas son más numerosas que las reguladas, pero considerablemente más pequeñas en lo que respecta a sus activos. Por su estructura, no pueden tomar participaciones de capital y, por lo tanto, es más probable que procuren conseguir préstamos externos, a diferencia de las instituciones reguladas, que pueden tomar empréstitos de bancos nacionales con mayor facilidad. Estas ONG se financian principalmente con donaciones y, por lo general, tienen prohibición de captar ahorros del público. Su estructura jurídica no contempla propietarios a quienes los bancos pudieran hacer responsables en caso de incumplimiento. Por lo tanto, son escasos los bancos nacionales que otorgan préstamos a instituciones que tengan una relación deuda-capital propio superior a 1:1, y la mayoría de ellos exige una garantía hipotecaria para los préstamos¹⁸. Los prestamistas extranjeros despertarán el interés de estas instituciones si están dispuestos a apalancar a éstas IMF más allá del nivel deuda-capital propio del 1:1 y aceptar garantías menos gravosas que las que exigen los bancos nacionales.

En general, las IMF no reguladas y las cooperativas tienen un interés relativamente mayor en la inversión extranjera en forma de deuda que las 166 IMF reguladas que hasta la fecha han recibido el grueso de los préstamos externos de IFI y fondos privados. Los resultados de la encuesta del CGAP y otras investigaciones indican que a estas IMF reguladas les interesa en medida creciente captar depósitos internos para financiar sus pasivos, dejando un

14. *MicroBanking Bulletin* 9 (2003).

15. Kaddaras y Rhyne, *Characteristics of Equity Investment in Microfinance*, 2004.

16. Kaddaras y Rhyne, pág. 25.

17. Entrevista con S. Aftab Ahmed, gerente superior, microfinanzas, Corporación Financiera Internacional.

18. Encuesta del CGAP y el MIX sobre necesidades de financiamiento, 2004.

margen limitado para la inversión extranjera en forma de deuda. Asimismo, a medida que se sepa más sobre los riesgos que suponen los empréstitos en divisas, es probable que aumente el número de estas IMF que lo pensarán dos veces antes de tomar nuevos empréstitos en moneda dura.

Deuda en divisas y riesgo cambiario

La mayoría de los préstamos y otros activos de una IMF suelen estar denominados en moneda nacional, y si la institución financia esos activos con un préstamo en divisas, está creando un riesgo cambiario. Supóngase, por ejemplo, que una IMF toma un préstamo en euros y utiliza esos fondos a un determinado tipo de cambio para financiar microcréditos en moneda nacional. Si posteriormente la moneda nacional se deprecia con respecto al euro, el cobro de los microcréditos no rendirá lo suficiente para pagar el préstamo en moneda dura. En términos nominales, un préstamo en divisas con una tasa de interés nominal más baja que la de un préstamo en moneda nacional, puede parecer menos costoso, pero en términos reales es más caro. Las IMF deben sopesar la supuesta tasa de interés más baja con las pérdidas potenciales que significaría una fluctuación negativa del tipo de cambio¹⁹.

En muchos países en desarrollo es más probable que la moneda nacional se devalúe y no que se aprecie. En un estudio reciente de 23 países de cinco continentes con un mercado activo de microfinanzas se comprobó que, en promedio, el valor de la moneda nacional con respecto al dólar había experimentado una disminución anual compuesta de 8,8%. En 22 de los 23 países, la moneda se depreció en por lo menos tres de los años analizados, y en algunos casos incluso en los cinco años estudiados²⁰.

19. Todo desajuste de las paridades monetarias crea un riesgo cambiario. Por ejemplo, un préstamo en euros otorgado a una IMF en Bolivia (cuya economía está dolarizada) entraña un riesgo cambiario aun cuando tanto el dólar como el euro se consideran monedas duras.

20. Cavazos, Abrams y Miles, *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*, 2004.

El 92% de la deuda emitida a instituciones de microfinanzas está denominada en moneda dura²¹. ¿Las IMF reconocen y gestionan el riesgo cambiario cuando toman empréstitos en divisas? Después de todo, una devaluación importante como la que experimentó el peso dominicano, que en 2003 se depreció un 40% con respecto al dólar de los Estados Unidos, no es un hecho aislado. Los datos anecdóticos disponibles indican que algunas IMF no están atentas a este problema. Los resultados de la encuesta de las IMF parecen coincidir con esta impresión. Las IMF que toman empréstitos en divisas se fijan demasiado en la ventaja aparente de las tasas de interés (véase el Cuadro 5). De las 105 IMF participantes en la encuesta que declararon tener deudas en divisas, solamente 25 se protegieron completamente contra el riesgo cambiario. Aquellas que no lo hicieron señalaron que en ningún momento le prestaron mucha atención a este asunto, o que dicha cobertura no estaba disponible o era demasiado costosa. En la mayoría de los países en desarrollo no se dispone de mecanismos adecuados de cobertura de riesgos, o su costo es muy alto, situación que debería reforzar aún más los incentivos de las IMF para tomar empréstitos a nivel nacional y no en el extranjero.

No siempre es necesario proteger los pasivos en moneda extranjera en un mercado de divisas. Éstos se pueden compensar con activos, por ejemplo, inversiones líquidas denominadas en una moneda dura. Un cierto nivel de exposición cambiaria puede ser tolerable si éste es pequeño en relación con el capital propio de la IMF. La reglamentación bancaria a menudo permite a los bancos mantener un diferencial limitado de divisas, y en algunas directrices para IMF también se recomienda el mismo grado de cautela²².

21. Encuesta de inversionistas extranjeros en el sector del microfinanciamiento, realizada por el CGAP, MIX y ADA en 2004.

22. Se recomienda una relación entre activos en divisas y pasivo de entre 0,9 y 1,1 a 1. Véase Cavazos, Abrams y Miles, pág. 14, y Schneider-Moretto, *Tool for Developing a Financial Risk Management Policy*, 2005, pág. 21. Véase además Featherston, Littlefield y Mwangi, *Foreign Currency Exchange Risk in Microfinance*, de próxima aparición en 2005.

Conclusiones: Enseñanzas prácticas

Los resultados de las encuestas del CGAP plantean algunos interrogantes para el futuro. El mero número de inversionistas extranjeros, así como la concentración y superposición de sus inversiones, parecen indicar que ahora dicha cantidad puede ser mayor que la que se justifica teniendo en cuenta las necesidades de las IMF calificadas, o por razones de eficiencia. En cierta medida, este exceso de inversionistas está relacionado con la tolerancia relativamente baja al riesgo de la mayoría de ellos. Mientras menor es el riesgo que el inversionista está en condiciones de asumir, menor es el número de IMF que constituyen objetivos viables para la inversión. A partir de los datos presentados en este trabajo, se pueden formular tres recomendaciones prácticas.

1. Los inversionistas extranjeros agregarían más valor al mercado si estuvieran en condiciones de asumir un mayor nivel de riesgo y, de esta manera, trabajar con IMF menos reconocidas.

El objetivo de este trabajo no es criticar el carácter conservador de la mayoría de los inversionistas extranjeros. Su misión y sus fuentes de financiamiento les exigen asumir menores riesgos que los organismos cooperantes tradicionales. Estos inversionistas deben tener en cuenta la rentabilidad general de sus inversiones. No tienen demasiado margen para desviarse de los criterios relativos al riesgo comercial y a la rentabilidad. Deben controlar los costos de las actividades de investigación previas a la inversión y mantener el tamaño medio de sus inversiones en un nivel elevado. Sin embargo, mientras más restringido sea un fondo de inversión con respecto a estas variables, mayores son las probabilidades de que concentre sus inversiones precisamente en aquellas IMF que están en mejores condiciones de obtener fondos de otras fuentes. Cuando esto sucede, el inversionista extranjero puede estar desplazando otras fuentes de financiamiento, especialmente financiamiento local que no genera riesgos cambiarios, y en particular, depósitos locales, que no sólo pueden ser una fuente de

recursos, sino un servicio muy útil para los clientes pobres de las IMF.

En la medida en que los estatutos, las fuentes de financiamiento y la estrategia de inversión de un inversionista le permitan financiar IMF menos reconocidas (incluso instituciones de microfinanzas aún no autorizadas), aceptar mayores niveles de riesgo, destinar más recursos a investigaciones previas a la inversión, y proporcionar financiamiento en paquetes más pequeños, ese inversionista está en mejores condiciones de agregar valor al mercado y de trabajar con IMF en aquellos casos en que el financiamiento mediante inversiones constituye un verdadero obstáculo al crecimiento. Los fondos privados financiados por inversionistas que procuran maximizar sus utilidades por lo general asumen un menor nivel de riesgo y esperan obtener una mayor rentabilidad que las IFI o los fondos financiados con recursos públicos. Por lo tanto, las IFI y los fondos privados con fines sociales están en mejores condiciones de invertir en las IMF que suponen mayores riesgos.

Algunos fondos privados se han concentrado con éxito en IMF y cooperativas no reguladas. Oikocredit, a través de una red de 11 oficinas regionales, ha realizado inversiones en 140 cooperativas e instituciones de microfinanzas de primer piso que en su mayoría no están reguladas²³. La Rabobank Foundation ha concedido préstamos a 84 instituciones por un monto medio de algo más de US\$100.000 por cada operación, cantidad muy inferior al tamaño medio (US\$1,6 millones) de los préstamos a instituciones microfinancieras declarados por todos los inversionistas extranjeros en el sector de las microfinanzas.

23. En los estudios del CGAP no se hizo ningún análisis en profundidad de operaciones de inversión individuales. En general, sin embargo, las inversiones externas en cooperativas de ahorro y préstamo deben tratarse con mucha cautela. La experiencia con respecto al apoyo de donantes a dichas cooperativas indica que el financiamiento externo tiende a menoscabar las prácticas de buen gobierno al hacer que las cooperativas se orienten más hacia los prestatarios en desmedro de los depositantes. Es más probable que la situación financiera de la cooperativa sea de mayor interés para los ahorrantes que para los prestamistas. La política del Consejo Mundial de Cooperativas de Ahorro y Crédito consiste en desalentar dicho financiamiento externo.

2. Se debería ayudar a las IMF reguladas a ampliar su acceso a financiamiento de fuentes locales.

En medida creciente, las IMF reguladas están concentrando su atención en fuentes de financiamiento locales, que tienen por lo menos dos ventajas importantes. En primer lugar, por lo general no se genera un riesgo cambiario para la IMF. En segundo lugar, y lo que es más importante, hay más probabilidades de que el financiamiento local en forma de depósitos, deuda y participaciones de capital provenga de fuentes con fines comerciales. Esto significa que probablemente haya un mayor volumen de recursos disponibles y en forma más permanente que si se tratara de financiamiento externo con fines sociales.

A veces los inversionistas extranjeros desplazan el financiamiento de fuentes locales, pero también pueden ayudar a las IMF a acceder a capitales locales de diversas maneras. Primero, evidentemente el inversionista extranjero puede emitir una garantía en favor de bancos locales o de compradores de bonos para reducir el riesgo y, así, aumentar la disposición de esas entidades a otorgar préstamos a una IMF. Obsérvese que, a mediados de 2004, las garantías representaban tan sólo el 8% de la inversión extranjera. Las garantías pueden tener la ventaja de robustecer la relación entre una IMF y el prestamista local, relación que puede mantenerse incluso cuando ya no se necesitan garantías externas o no se disponga de ellas. Una desventaja de estas garantías es que por lo general entrañan cierto grado de duplicación de los costos de evaluación inicial antes de la inversión, ya que tanto el prestamista local como el garante extranjero tienen que evaluar el riesgo que supone un préstamo garantizado.

En segundo lugar, a veces la participación de un inversionista extranjero puede mejorar la credibilidad de la IMF frente a las fuentes de financiamiento locales. Alrededor de un tercio de las IMF que respondieron la encuesta del CGAP y el MIX sobre

necesidades de financiamiento señalaron que el factor “prestigio” era una ventaja importante de la inversión extranjera.

En tercer lugar, la inversión extranjera en forma de participaciones de capital puede ayudar a la IMF a movilizar más préstamos en los mercados locales. La relación deuda— capital propio de una IMF es un indicador fundamental del nivel de riesgo. En el caso de las IMF no reguladas, los bancos locales rara vez están dispuestos a otorgar préstamos cuando el balance general del prestatario muestra que el nivel de endeudamiento sobrepasa el capital propio; si la relación deuda— capital propio es de 1:1, la IMF puede perder la mitad de sus activos y aún tener suficientes recursos para reembolsar a sus prestamistas. Las IMF reguladas también tienen límites legales respecto a su nivel de apalancamiento, que por lo general va desde 4:1 hasta 20:1. Si una institución de microfinanzas se aproxima al límite del nivel de deuda local que puede obtener respecto a su capital propio, entonces una inversión extranjera en forma de participación de capital permitirá a una IMF movilizar más deuda a nivel local.

Por último, a veces la asistencia técnica extranjera puede cumplir un papel importante para ayudar a las IMF a administrar el financiamiento en forma de depósitos o a estructurar y vender una emisión de bonos. (Este tipo de asistencia no exige que el proveedor extranjero también realice una inversión en la IMF.)

3. Las IMF y los inversionistas deben estar atentos al riesgo cambiario que entrañan los préstamos en moneda dura.

Los empréstitos extranjeros denominados en moneda dura pueden plantear un problema más grave para las IMF no reguladas que para las reguladas, ya que estas últimas pueden tener límites legales respecto a su exposición cambiaria. Sin embargo, todas las IMF, así como los inversionistas que las financian, deben tener presente este riesgo y adminis-

trarlo con cautela, y no ver exclusivamente la ventaja aparente en términos de precios de los préstamos en moneda dura.

Los inversionistas extranjeros han cumplido una función útil e importante en la promoción de las microfinanzas. A menudo han cerrado una brecha significativa para las IMF que procuran obtener financiamiento no sólo de donaciones y préstamos altamente subvencionados de organismos cooperantes, pero que aún no están en condiciones de captar depósitos, financiamiento en forma de deuda o especialmente participaciones de capital de fuentes locales. Estos inversionistas han puesto en mar-

cha o apoyado numerosos bancos de microfinanzas totalmente nuevos que ahora están prosperando. La contribución de los inversionistas extranjeros no se limita al financiamiento: en algunos casos han aportado importantes destrezas y disciplina al sistema de gobierno y a la transparencia de las IMF en las que han realizado inversiones. Al ayudar a estas últimas a ampliar el acceso a fuentes de financiamiento locales, y al trabajar con IMF menos reconocidas, estos inversionistas pueden continuar haciendo un importante aporte a la disponibilidad permanente de servicios financieros para los pobres.



Anexos

Anexo 1

Inversionistas extranjeros que participaron en la encuesta del CGAP, MIX y ADA

Instituciones financieras internacionales (IFI)

BIO (Belgische Investeringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden N.V.)
 Corporación Andina de Fomento (CAF)
 Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD)
 FinnFund
 FMO Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden NV (FMO)
 Corporación Financiera Internacional (CFI)
 Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)
 Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) del Banco Interamericano de Desarrollo (BID)
 Development Credit Authority (DCA) de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID)

Fondos privados de inversión en microfinanzas

ACCIÓN AIM
 ACCIÓN Gateway Fund
 ACCIÓN Latin American Bridge Fund AfriCap Microfinance Fund
 Alterfin
 ASN/Novib Fund (ANF)
 AWF Development Debt
 BlueOrchard Securities
 Calvert Social Investment Foundation Cordaid
 CreSud SpA
 Deutsche Bank Microcredit Development Fund (DBMDF)
 Développement International Desjardins (Fonidi Fund)
 Développement International Desjardins (Guarantee Fund)
 Développement International Desjardins (Partnership Fund)

Dexia Microcredit Fund
 DOEN Foundation
 Etimos
 Fonds International de Garantie (FIG)
 Global Microfinance Facility GrayGhost
 Hivos-Triodos Fund (HTF)
 Inter Church Organization for
 Development Co-Operation (ICCO)
 Incofin
 Internationale Micro Investitionen Aktiengesellschaft (IMI AG)
 Investisseur et Partenaire pour le Développement (IPD)
 Kolibri Kapital ASA
 La Fayette Participations, Horus Banque et Finance (LFP)
 Latin American Challenge Investment Fund, S.A. (LA-CIF) LUXMINT
 MicroVest NOVIB
 Oikocredit
 Opportunity International-Opportunity Microcredit Fund
 Partners for the Common Good PlaNet MicroFund
 ProFund International, S.A.
 Rabobank Foundation
 ResponsAbility Global Microfinance Fund
 Sarona Global Investment Fund, Inc (SGIF) ShoreCap International
 Société d'Investissement et de Développement International (SIDI)
 Triodos Fair Share Fund (TFSF) Triodos-Doen Foundation
 Unitus

Anexo 2

Entrevistas telefónicas con inversionistas extranjeros realizadas por el CGAP, MIX y ADA

S. Aftab Ahmed, *Corporación Financiera Internacional*
 Bessam Ben Ali, *PlaNet MicroFund*
 Gil Crawford, *Micro Vest Capital Management* Loic de Canniere, *Incofin*
 Michael de Groot, *Rabobank Foundation*
 Jean-Philippe Schrevel, *Blue Orchard Finance* Axel de Ville, *ADA*
 Emile Groot, *EMO*
 Stefan Harpe, *AfriCap Microfinance Fund*
 Stavely Lord, *Development Credit Authority, Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional*
 Daniela Luppi, *Etimos*
 P. Gerhard Ries, *Sarona Global Investment Fund* Guillermo Salcedo, *Oikocredit*
 Alejandro Silva, *ProFund International, S.A.* Mark van Doesburgh, *ANF y NOVIB*
 Marilou van Golstein Brouwers, *Triodos Fair Share Fund, Hivos-Triodos Fund, Triodos-DOEN Foundation*
 Rik Vyverman, *BIO*
 Cor Wattel, *ICCO*
 Jacob Winter, *Cordaid*

Bibliografía

- Cavazos, R., J. Abrams y A. Miles. *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*. Financial Products and Services Occasional Paper. Nueva York: Women's World Banking, 2004.
- Chowdri, Siddhartha y Alex Silva, compiladores. *Downscaling Institutions and Competitive Microfinance Markets: Reflections and Case Studies from Latin America*. Toronto: Calmeadow, 2004.
- Christen, Robert Peck, Richard Rosenberg y Veena Jayadeva. Instituciones financieras con doble objetivo: Repercusiones para el futuro de las microfinanzas, CGAP Occasional Paper, no. 8. Washington, D.C.: CGAP, 2004.
- Fernando, Nimal A. Mibanco, Peru: Profitable Microfinance Outreach with Lessons for Asia. Manila: Banco Asiático de Desarrollo, 2003.
- Featherston, Scott, Elizabeth Littlefield y Patricia Mwangi. *Foreign Currency Exchange Risk in Microfinance*. CGAP Focus Note. Washington, D.C.: CGAP, de próxima aparición en 2005.
- Goodman, Patrick. *International Investment Funds: Mobilizing Investors towards Microfinance*. Luxemburgo: Appui Développement Autonome, 2003.
- Ivatury, Gautam y Xavier Reille. *Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors*. CGAP Focus Note, no. 25. Washington, D.C.: CGAP, 2004.
- Izquierdo, Johanna, Fitch Ratings Perú y Apoyo & Asociados. "El Fondo de las Instituciones de Microfinanzas: Oportunidades y Desafíos." Presentación ante el Foro del banco Interamericano de Desarrollo, Cartagena, Colombia, septiembre de 2004.
- Jansson, Tor. *Financing Microfinance: Exploring the Funding Side of Microfinance Institutions*. Sustainable Development Department Technical Paper Series. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo, 2003.
- Kaddaras, James y Elisabeth Rhyne. *Characteristics of Equity Investment in Microfinance*. Council of Microfinance Equity Funds. Boston, Mass.: ACCIÓN International, 2004.
- MicroBanking Bulletin* 9 (2003).
- Schneider-Moretto, Louise. *Tool for Developing a Financial Risk Management Policy*, Financial Management Series, Tool No. 1. Nueva York: Women's World Banking, 2005.

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

El CGAP agradecerá sus comentarios sobre este trabajo.

El Grupo Consultivo de Ayuda a la Población Pobre (CGAP) es un consorcio de 30 organismos de desarrollo que apoyan las microfinanzas. Para obtener más información sobre el CGAP visite su sitio web: www.cgap.org.

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

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

Correo electrónico:
cgap@worldbank.org

Sitio web:
www.cgap.org