

LAS MICROFINANZAS Y EL MERCADO DE VALORES

Por: Alejandro Soriano Salinas

El desarrollo de los mercados es producto de la actividad directa de sus actores. En este proceso, dentro de las microfinanzas, se encuentran las instituciones financieras especializadas que van marcando el paso con su crecimiento, desempeño y experiencia. No menos importante que el desenvolvimiento de sus carteras de crédito, son las estrategias que estas instituciones utilizan para obtener el financiamiento adecuado que les permita lograr sus expectativas de crecimiento. Aquí veremos las tendencias de las microfinancieras con relación al mercado de valores y lo que esto implica para la industria.

La microempresa es la principal fuente generadora de recursos en los países de América Latina, sin embargo, su acceso a las fuentes tradicionales de financiamiento, como lo es la banca, ha sido extremadamente restringido, debiendo recurrir a instituciones sin fines de lucro o a usureros comunes, para poder llevar a cabo sus planes de crecimiento.

Han pasado varios años desde que se comenzó a hablar del financiamiento a la microempresa, atendida exclusivamente por algunos organismos no gubernamentales (ONGs) a finales de los años setenta, cuyos recursos financieros, por la naturaleza de su origen, no eran permanentes o crecientes en el tiempo, lo que generaba como resultado que instituciones multinacionales u organismos internacionales se encargaran de suministrar esos recursos a los mencionados intermediarios financieros¹.

A principios de los años noventa se observa una disminución del flujo de recursos subvencionados o donaciones a la región, obligando a algunas instituciones a transformarse en reguladas, bajo la supervisión y regulación prudencial de las Superintendencias de Bancos de sus países, para así continuar su crecimiento sostenido con nuevas alternativas de financiamiento. Este proceso de transformación continúa efectuándose en algunos países, donde las reglas del juego han sido bien definidas y claras, motivando la modernización de estas instituciones.

Los sistemas financieros en este segmento del mercado tienen un desempeño positivo por contar con experiencias enriquecedoras debido a su vasto desarrollo, como las de Bolivia, o por estar en plena evolución las del Perú y Ecuador, entre otros países. Es así que los tiempos y distancias de grados de madurez son cada vez más estrechos, dado que las tecnologías aplicadas a los más antiguos participantes son muy rápidamente replicadas y adaptadas por las instituciones más jóvenes.

¹ “El reto de las microfinanzas en América Latina: La Visión Actual”, 2da edición, 2002, Corporación Andina de Fomento, Venezuela.

Una de estas tendencias se encuentra en la parte de los pasivos de las microfinancieras (IMF). Permanentemente, las evaluaciones y análisis del desempeño de una institución financiera están enfocadas en la cartera y desempeño de ésta, así como en los niveles de rentabilidad y cobertura, sin tomar en cuenta un análisis profundo de lo que representa el financiamiento para la colocación de estos créditos. Es, en este sentido, que el mercado de valores se convierte en una fuente interesante de financiamiento, permitiendo diversificar las fuentes de fondos y asegurando, en circunstancias normales, el crecimiento de la cartera de las instituciones.

MERCADO DE VALORES

El mercado de valores es un componente del mercado financiero que abarca tanto al mercado de dinero como al de capitales.

Se entiende por mercado de capitales aquél en el que empresas e instituciones públicas van a buscar dinero para financiarse a mediano y largo plazo. El mercado de capitales es el conjunto de la oferta y la demanda de capitales que se mueven a través del sistema financiero de un país y constituye el movimiento de éstos a mediano y largo plazo, mayor a un año.

El mercado de dinero se caracteriza por dar cabida a la negociación de activos financieros de muy corta vida (comúnmente menos de un año), que suelen ser sustitutos del dinero en razón de su elevada liquidez.

Según Keynes, existen tres motivos principales por lo que la gente demanda dinero: transacción, precaución y especulación.

La demanda de dinero por el motivo de transacción hace referencia al uso del dinero como medio de cambio para las transacciones ordinarias, como pagos y compras. El motivo precaución es para hacer frente a situaciones de urgencia imprevista que causarán desembolsos mayores que los que suponen las transacciones usuales anticipadas. El motivo especulación se define como el intento de obtener un beneficio por conocer mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo (o sea, anticiparse).

Son diversas las ventajas que el mercado de valores puede brindar a las empresas que decidan financiarse a través de él²:

- a) Ofrece un costo financiero competitivo.
- b) Satisfacción flexible de las necesidades de financiamiento a corto, mediano y largo plazo: mayores plazos, amortizaciones más holgadas, atención a flujos no regulares de pagos, posibilidad de otorgar garantías o resguardos más variados, etc..

² Bolsa Boliviana de Valores, página web, 2002

- c) Mejor manejo de los ciclos de liquidez / iliquidez.
- d) Mejoramiento de la imagen de la institución financiera emisora en el mercado.
- e) Permite acceder a montos importantes de financiamiento. Demanda potencial de inversionistas institucionales.
- f) Posibles beneficios tributarios (por ejemplo: exoneración de impuesto a la renta de los intereses, ganancia de capital no afecta a impuestos).
- g) Somete al emisor a la disciplina del mercado: estimula el manejo profesional.

BONOS

Los bonos son títulos de deuda que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo, emitidos por una empresa o por el Estado. En ellos se especifica el monto a rembolsar en un determinado plazo, las amortizaciones totales o parciales, los rendimientos (interés fijo o variable) y otras obligaciones del emisor.

Existen varios tipos de bonos, como son los convertibles en acciones, a plazo descontado, cero cupón, de exportación, subordinados, perpetuos, y Brady (Bono de la Deuda Pública Externa), entre muchos otros.

Las ventajas que tienen los bonos para el emisor son las siguientes:

- a) El plazo de amortización es mayor al otorgado por un financiamiento bancario.
- b) La tasa de interés a pagar por los bonos es menor a la tasa activa promedio y mayor a la tasa pasiva promedio del Sistema Financiero, lo que conviene tanto al emisor como al adquirente de los bonos.
- c) Se admiten distintos tipos de garantías según el monto a emitir y las preferencias de los inversionistas.
- d) Pueden ser negociados en un mecanismo centralizado, lo que aumenta su liquidez. Asimismo, la ganancia de capital está exonerada del pago del Impuesto a la Renta.
- e) En algunos casos es factible la redención anticipada de los bonos.
- f) Existe una demanda no satisfecha por parte de los inversionistas institucionales como las AFPs, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión y otros.
- g) Luego de la primera emisión, el emisor se hace conocido en el mercado lo que facilita la colocación de nuevas emisiones.
- h) Es posible la colocación simultánea de dos o más emisiones con condiciones diferentes cada una.

Las principales desventajas que tiene un bono para un emisor son:

- a) Los costos de la emisión pueden ser un poco elevados en las primeras emisiones al contratar a terceras personas (empresas calificadoras,

representante de los obligacionistas, agente colocador, agente estructurador, gastos legales y otros).

- b) La calificación de riesgo del valor a veces no puede ser la deseada, siendo necesaria la constitución de garantías complementarias.
- c) Si el emisor no es muy conocido en el mercado, la colocación de los bonos puede ser dificultosa en la primera emisión.
- d) El emisor debe reportar información periódica y constante a la Superintendencia de Valores de su país, a la Bolsa, a las calificadoras y al Representante de los Obligacionistas.

Ambos lados de la balanza deben ser evaluados cuidadosamente para determinar cuál es el mejor momento para emitir y bajo qué características. No a todos les queda el mismo color de traje ni la misma talla.

TRANSFORMACIÓN O REGULACION

El tema de si una IMF debe o no estar regulada y supervisada por la superintendencia de bancos de su país sigue generando controversia, cuando el problema es más de fondo que de forma, basado en el tipo de institución que busca ser en el futuro y las funciones que desea desempeñar.

Definitivamente, cuando hablamos de IMF emisoras de títulos valores, se trata exclusivamente de instituciones financieras reguladas por la superintendencia de bancos y otras entidades financieras de sus países. Al estar regulada y supervisada por este ente, y al mismo tiempo estar en el mercado de valores como emisor, le asegura una imagen de transparencia, tanto financiera como institucional. Sin embargo, para poder pertenecer al selecto grupo de instituciones bursátiles, se necesitan las condiciones adecuadas para poder inmiscuirse en estas ligas.

Esto quiere decir que deben existir leyes y normas claramente definidas, referidas al microcrédito y a los intermediarios que componen esta industria, motivando a las IMF no reguladas a regularse y garantizando, en cierta medida, el éxito en el desarrollo de las microfinanzas.

En los países donde no haya una legislación adecuada, los Gobiernos deben promover la consolidación de los sistemas microfinancieros, impulsando y creando leyes y normas que se enmarquen dentro lo prudencial, con un enfoque claro de la industria. No se debe perder la óptica de que si bien éste es un negocio social, es también financiero y para eso una regulación adecuada permite llevar a cabo iniciativas empresariales de manera exitosa, llegando a los microempresarios más necesitados y sin alternativas de financiamiento.

Así como se va desarrollando la industria de la microempresa, van también cambiando las necesidades de los intermediarios financieros, con modificaciones en la denominación social de éstos, como en su estructura misma. Los más

grandes se convierten en instituciones reguladas capaces de entrar a jugar un importante papel en el mercado de valores, diversificando su fuente de financiamiento y ayudando a generar un calce financiero, que permita en cierta medida el manejo adecuado de su cartera y el crecimiento de la institución *per se*.

Como otro paso más avanzado, está la transformación de “Financiera”, o como la denominación de los diferentes países lo determine, a “institución bancaria”. Este es el otro proceso por el cual estarían pasando algunas instituciones microfinancieras, buscando la ampliación en el otorgamiento de algunos servicios adicionales que sólo la banca está facultada para realizar. Este proceso también representa un reto importante para estas instituciones y un aporte valioso para la industria.

MICROFINANCIERAS BURSÁTILES

Evidentemente, hablar de “mercado de valores” puede sonar como algo muy sofisticado para este segmento financiero, donde sólo los bancos más importantes o las grandes corporaciones pueden acceder al mismo. Sin embargo, para fortuna de muchos y pesar de otros tantos, la mayoría de los mercados bursátiles en Latinoamérica son aún incipientes, exceptuando el de México y Brasil y, en alguna medida, Argentina y Chile, por lo que los mecanismos de participación como emisor no son complicados, siempre que la institución financiera haya estado haciendo las cosas con transparencia y dentro del marco de la ley.

La conceptualización de emitir títulos valores, llámense bonos o acciones, está direccionada a diversificar las fuentes de financiamiento que le permitan a la empresa tener un mejor nivel de apalancamiento y, que a su vez, le posibilite continuar con sus planes estratégicos de acción de manera más eficiente. Ser emisor en las bolsas de valores genera adicionalmente cierto nivel de credibilidad por entenderse que para emitir, la institución ha demostrado transparencia en su información, no sólo a los agentes de bolsa, sino a todo el mercado en su conjunto. Existe, indudablemente, un tema de imagen inmerso.

En este entendido, el miedo escénico tiende a perderse. Prueba de ello es que a mediados de los 90, *BancoSol* de Bolivia emitió bonos en el mercado de valores local, siendo la primera institución microfinanciera en Latinoamérica en hacerlo. No únicamente por contar con garantías adicionales, esas emisiones fueron exitosas, sino por la calidad del banco que en ese momento era uno de los mejores de región, a pesar de su tamaño y del sector al que atendía.

Desde entonces y con los bonos ya cancelados, no hubo ninguna otra microfinanciera que lo haya hecho, sino hasta julio de 2002 en que *Financiera Compartamos*, de México, salió al mercado bursátil emitiendo bonos en dos series, cada una de 100 millones de pesos (aproximadamente US\$ 10 millones), a tres años y sin garantías adicionales. La emisión fue colocada en su totalidad con

compradores de papeles que se asemejaban a niños que están en busca de un pedazo de torta de chocolate

Esto suena a un sueño, pero es verdad. *Financiera Compartamos* ha logrado este primer impacto local en lo que a la colocación se refiere, e internacional, con la repercusión de una imagen de solvencia y eficiencia que caracteriza a los grandes bancos de nuestro continente. Esta exitosa colocación en un mercado bursátil relativamente sofisticado, se debe a la calificación que obtuvo la institución otorgada por la prestigiosa Standard & Poors, que la coloca en grado de inversión.

Hay otros casos similares muy interesantes. Uno de estos es el caso de *Mibanco*, en el Perú, que obtuvo a mediados del 2002, la autorización de los órganos correspondientes para emitir bonos hasta por un monto máximo de 100 millones de Nuevos Soles (aprox. US\$ 28.4 millones). La primera emisión, por 20 millones de soles, fue lanzada exitosamente a fines del 2002, con garantía parcial de USAID, colocándose la totalidad de los papeles. Asimismo, la segunda emisión de bonos lanzada en septiembre de 2003, por el mismo monto, no fue menos exitosa, con una sobredemanda de títulos valores que reflejaban la imagen de solvencia financiera de la institución. Esta segunda emisión contó con la garantía parcial de la Corporación Andina de Fomento (CAF). Finalmente, la tercera y última emisión de este proyecto, por el mismo valor, fue igual de exitosa que las 2 previas, pero con el aditamento de que no tenía garantías adicionales.

Esta emisión de bonos abre otro capítulo en la historia de la institución y de la bolsa de valores de Lima, por ser la primera institución microfinanciera que realiza una oferta pública inicial de títulos valores en ese país. *Mibanco* es definitivamente uno de los mejores bancos locales, con niveles de rentabilidad, morosidad, solvencia y crecimiento de cartera que envidiarían los más aplicados del sistema financiero. Es una institución que ha trascendido en diferentes localidades del país y que por la calidad y características de sus accionistas, hoy es una institución reconocida por inversionistas y financiadores europeos y norteamericanos.

Asimismo, el caso ecuatoriano de *Banco Solidario* es también llamativo. Esta institución es una de las sobrevivientes de la crisis de los años 1999 y 2000 de ese país, que mermó su economía y finanzas, llevando a la quiebra y liquidación de varias instituciones financieras. *Banco Solidario* pasó de ser una institución “de menor importancia” dentro del sistema bancario, a ser una de las abanderadas después de la tormenta financiera que acabó con muchos de sus competidores que se consideraban “más exquisitos”. Banco Solidario está armando su artillería para crecer en el sector microfinanciero, ahora que existe mayor estabilidad económica en el país y donde las condiciones legales y de regulación para microfinanzas parecen tener una salida coherente al final del túnel. En este sentido, y a pesar de una pequeña emisión realizada hace algún tiempo, siendo la primera IMF del Ecuador en hacerlo, el banco podría convertirse otro de los actores bursátiles que tenga la región.

Como éstas, otras instituciones microfinancieras están apuntando la mira al mercado de capitales como una alternativa de financiamiento y diversificación de fondos. Generalmente se trata de instituciones con experiencia probada en microfinanzas y que llevan algún tiempo en el mercado regulado. Asimismo, el hecho de que ya cuenten con accionistas o financiadores importantes, les permite pensar en que, inicialmente, serán éstos mismos los que puedan contribuir, en parte, a la colocación de los títulos valores, considerando que la primera emisión es siempre la más difícil de ejecutar por el noviciado que las instituciones deben pagar en el mercado bursátil.

INVERSIONISTAS

Dentro los compradores de los títulos valores, ya sean acciones o bonos, que ofertan las IMF, tanto privada como públicamente, tenemos a varios fondos de inversión, a fondos de deuda, a administradoras de fondos de pensiones (AFP), a organismos multilaterales y a otras instituciones financieras.

Las AFP han sido las principales compradoras de títulos valores (bonos) en las emisiones locales de los diferentes países. Las microfinancieras han sido también presa del apetito voraz de inversión que tienen estas instituciones, producto de la alta liquidez que tienen y la necesidad de inversión y rotación de portafolio que se exigen.

Los fondos de inversión también tienen el papel de financiadores directos, así como las fundaciones dedicadas a promover el mercado microfinanciero a través de sus intermediarios, como lo son ProFund, BlueOrchard, Calvert Foundation y Triodos Bank, entre otros. Rol similar juegan los fondos de financiamiento como La-Cif.

La participación de las multilaterales como la CAF, el BID – FOMIN y el IFC son actores importantes muy activos en el desarrollo de la industria contando con un componente de cooperación técnica que le agrega valor a las operaciones financieras.

No debemos olvidarnos de la labor que vienen realizando de manera comprometida Accion International y la Internationale Project Consult (IPC), tanto directamente como a través de sus fondos de inversión (Accion Gateway Fund y Internationale Micro Investitionen(IMI), respectivamente). Asimismo, la GTZ de Alemania, a través de sus diversos programas en la región, ha sido otro actor preponderante en el desarrollo de la industria.

Está claro que existen varias fuentes de financiamiento para las IMF, pero para acceder a una de éstas, la institución debe estar haciendo las cosas correctamente y con permanente tendencia a la mejora, además de haber probado su experiencia exitosamente.

Inversionistas hay por todos lados, a pesar de las crisis que agobian a los países latinoamericanos, pero principalmente, a los del sur del continente. El negocio de las microfinanzas es mucho más grande que el microcrédito (sector volátil en épocas difíciles) como tal, y su éxito dentro de los diferentes sistemas financieros de la región, hace que las instituciones microfinancieras sean atractivas para los inversionistas locales y extranjeros

TENDENCIAS

El desarrollo de la industria microfinanciera formal va teniendo mayor dinamismo y crecimiento, no solo en América Latina sino a nivel mundial. Las IMF se han sofisticado en sus fuentes de financiamiento, con una amplia diversificación de las mismas, en sus productos de crédito y en sus otros servicios no financieros, siendo cada vez más parecidas a los grandes bancos, en pequeña escala.

Las instituciones multilaterales (CAF, BID-FOMIN, IFC, etc), los fondos de inversión y préstamo (ej. ProFund, La-Cif) y otros inversionistas y financiadores internacionales están volcando más recursos, tanto financieros como de cooperación técnica, en favor de las IMF en América Latina. Esto se debe a las razones expuestas en el párrafo anterior.

Los mercados de valores, a través de sus mercados de dinero y de capitales, van siendo testigos de la incorporación de nuevos actores con características singulares, que vienen teniendo éxito en sus colocaciones y generan otra alternativa para el ámbito bursátil.

En México, se presentó el caso más espectacular de emisión de una IMF, motivando a copiar el mismo éxito en instituciones prolijas como Mibanco en el Perú y muchas otras que están pensando en seguir esos pasos de financiamiento mediante bonos y, seguramente más adelante, acciones.

La sofisticación de los productos y del mercado en sí, permite creer que las IMF con mejor desempeño seguirán creciendo, siempre basadas en la calidad de la gerencia, la transparencia de la información, en la prudencia del negocio y en la rentabilidad. Las más grandes irán absorbiendo a las más pequeñas y/o más ineficientes, generando un mercado potencial de fusiones y adquisiciones, y en los mercados microfinancieros más maduros, los actores serán cada vez menos pero mejores y más sólidos.

CONCLUSIONES

Hace algunos años, hablar de que las instituciones microfinancieras emitieran en el mercado de valores sonaba utópico. La importancia que las microfinanzas han venido teniendo, ha sido la principal razón por la cual se han desarrollado mercados de alta demanda, con un número permanentemente creciente de

microempresas y con instituciones que buscan cada vez más la eficiencia y rentabilidad, sin dejar de lado el aspecto puramente social.

El paso de la informalidad a la formalización y regulación de una entidad microfinanciera, que tanta polémica levanta hasta hoy sobre la necesidad de hacerlo, se ha debido en gran parte a las regulaciones prudenciales de algunos países donde estas instituciones operan y a las tendencias de desarrollo de algunas IMF.

El caso de Bolivia es, tal vez, el más destacable por la regulación que viene rigiendo en este tema desde mediados de los 90', bajo el perfil particular de la creación de Fondos Financieros Privados que son instituciones financieras dedicadas al crédito para la micro y pequeña empresa (aunque algunas ya manejan otras modalidades crediticias).

Asimismo, en Perú se establecen algunas figuras de instituciones financieras muy interesantes, como son las Cajas Municipales y las Entidades de Desarrollo a la Pequeña y Microempresa (EDPYME), para canalizar recursos a favor del microempresario. La regulación en este país ha sido clara y bien definida con el alcance necesario para ser readecuada, si en el futuro la industria lo requiere, estimulando a su vez a que las ONGs o Fundaciones se vayan transformando en instituciones reguladas y tengan la ventana abierta para entrar al mercado de valores.

Lamentablemente en los demás países de la región, aún no hay leyes, regulaciones y normas prudenciales que garanticen la sostenibilidad de una IMF en el tiempo. En Ecuador el marco regulatorio aún tiene algunas lagunas que dejan a las IMF en desventaja con el sistema financiero tradicional. Venezuela ha cerrado, por ahora, sus puertas al efectivo, adecuado y eficiente desarrollo de las microfinanzas por deficiencias en su reglamentación y su ley. Sin embargo, las IMF reguladas y supervisadas por la Superintendencia de Bancos que operan en esos países lo hacen acertadamente, a pesar de la desventaja coyuntural antes mencionada.

Tal vez, Colombia es la menos avanzada en el tema regulatorio para microfinanzas, a pesar de los esfuerzos que se vienen haciendo. Solamente existen 2 IMF reguladas en el país con posibilidad aún remota de entrar al mercado de capitales. De todas maneras, cabe mencionar que se están llevando iniciativas para elaborar un marco regulatorio adecuado, con apoyo de instituciones locales como internacionales.

Es importante mencionar brevemente sobre la importancia de una regulación prudencial para microfinanzas, porque solamente instituciones financieras reguladas pueden emitir en el mercado de capitales con cierto grado de éxito, teniendo un abanico de fuentes de financiamiento y, por ende, de mayores posibilidades de crecimiento. Pero entrar a explicar los beneficios e importancia de estar regulado es motivo de otro análisis.

Asimismo, al determinar los planes estratégicos de cada IMF, en el que se incluye el crecimiento de la cartera como una serie de indicadores financieros (rentabilidad, eficiencia, provisiones, etc.) como no financieros, es fundamental tener en cuenta las fuentes de financiamiento que se van a utilizar para que dicho crecimiento sea sostenible y controlado. Es en ese momento donde los, normalmente, olvidados pasivos cobran relevante importancia y son los que determinarán la posibilidad que tiene una institución de lograr sus objetivos.

El mercado de valores ha abierto una puerta fundamental para el desarrollo de la industria microfinanciera y sus intermediarios de recursos, en particular. La posibilidad de diversificar las fuentes de financiamiento, de poder administrar mejor la liquidez de la institución, de tener una imagen de emisor, de poder financiarse mayores montos a plazos más convenientes y de tener posibles beneficios tributarios, son algunos de los elementos que se deben tomar en cuenta para optar por este tipo de financiamiento.

Definitivamente, en el mediano plazo, la tendencia será que los mercados bursátiles tengan nuevos actores de gran calidad, como son las instituciones financieras dedicadas a la microempresa.