

Número 22

Mayo 2007

Microfinanzas Penetrando los Mercados de Capital II

Preparado por Rekha Reddy con base en discursos y presentaciones de la conferencia "Microfinanzas Penetrando los Mercados de Capital II".

Las inversiones en microfinanzas, particularmente las inversiones a través de las fronteras, están en auge. ¿De dónde viene esta inversión? ¿Cómo está siendo absorbida? ¿Qué tipo de avances se necesitan para crear una infraestructura saludable para inversiones en deuda y patrimonio en microfinanzas? ¿Cómo debemos manejar los riesgos que enfrentan los inversionistas?

Estos aspectos fueron discutidos como parte de la segunda conferencia anual de *Microfinanzas Penetrando los Mercados de Capital*, presentada por ACCION International y auspiciada por Credit Suisse. La conferencia, que tuvo lugar en Nueva York en marzo 19-20 de 2007, reunió a más de 300 gerentes de fondos, especialistas en mercados emergentes e intermediarios para estudiar estos interrogantes. La conferencia destacó el crecimiento de las inversiones en microfinanzas, las recientes innovaciones en negocios estructurados y las formas en las cuales las instituciones de microfinanzas (IMFs) deben desarrollarse para integrarse más plenamente a los mercados de capital.

I. El Estado de la Inversión en Microfinanzas

La demanda por inversiones en microfinanzas está aumentando. Las 100 IMFs más grandes están aumentando su base de clientes en un 26% anual y tienen una siempre creciente necesidad de capital.¹ El capital extranjero ayuda a las IMFs que están listas para inversión de capital pero que son incapaces de obtener acceso local a él, con frecuencia debido a que operan en países en donde los mercados locales de capital son débiles. No obstante, el capital doméstico es esencial para el desarrollo saludable del sector de microfinanzas. Muchos consideran que los ahorros movilizados de los depositantes locales en última instancia serán la mayor fuente de capital para las microfinanzas. El capital extranjero representa el 22% de los fondos para las 100 IMFs más importantes, aunque los ahorros son la principal fuente de capital, habiendo representando el 41% de todos los activos en 2005.²

Algunos inversionistas consideran que el nivel actual de inversiones en microfinanzas excede la capacidad de las IMFs de absorber dicha inversión. Jean Philippe de Schrevel de Blue Orchard Microfinance Investments Managers indicó que no le sería posible colocar US\$100 de deuda hoy día debido a que hay muy pocas IMFs que están listas para absorber la inversión privada.

Al mismo tiempo, algunos inversionistas privados están acusando a las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) de apretujar a los inversionistas privados para hacer negocios con importantes instituciones de microfinanzas, y de mostrarse renuentes hoy día (a diferencia del pasado) a asumir riesgos para impulsar el sector. Un reciente estudio MicroRate³ ha encendido un importante debate, citando evidencia para esta propuesta. Los participantes en la conferencia discutieron más sutilmente dicha aglomeración, indicando que la línea divisoria entre las IFIs y la

¹ Mercado MIX. Análisis de las principales 100 IMFs. www.mixmarket.org

² Mercado MIX Market. Análisis de las principales 100 IMFs. www.mixmarket.org

³ Abrams, Julie y Damian von Stauffenberg. "Inversión de Roles: "Están las Instituciones Públicas de Desarrollo Apretujando la Inversión Privada en Microfinanzas?" febrero de 2007

inversión privada es con frecuencia muy fina, debido a que las IFIs son importantes inversionistas en muchos vehículos de inversión privada en microfinanzas. Otros argumentaron que la situación de aglomeración en África era diferente a la de Latinoamérica o Europa Oriental, ya que estas últimas tienen una gran necesidad de capital.

James Mwangi, Gerente General de Equity Bank, Kenia, indicó que aun si el suministro de inversión existe, "es con frecuencia difícil corresponder las necesidades disponibles con los fondos, particularmente cuando los requerimientos regulatorios y los riesgos cambiarios entran en juego".

Capital Extranjero

De acuerdo con el Grupo Consultor para Ayuda a los Pobres (CGAP), en 2006 se invirtieron en microfinanzas US \$4,000 millones en capital extranjero, un dramático aumento comparado con los US \$1,600 millones en inversión extranjera registrados en 2004. Esto representa inversión tanto en deuda como en patrimonio. La inversión extranjera en microfinanzas viene principalmente de dos jugadores principales: las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) y los Vehículos de Inversión en Microfinanzas (MIVs), según se describe en la Tabla 1.

Tabla 1: Inversionistas Internacionales en Microfinanzas

| Categoría | Descripción | Portafolio vigente (US\$) | Tamaño promedio de la inversión (US\$) | Muestra de instituciones |
|--|--|---------------------------|--|--------------------------------------|
| Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) | Brazo del sector privado de las instituciones públicas de finanzas | \$ 2400 millones | \$4 millones | EBRD, IFC, KfW |
| Vehículos de Inversión en Microfinanzas (MIVs) | Fondos privados de microfinanzas | \$ 2000 millones | \$1 millones | ProCredit Holding, Oikocredit, Dexia |

Fuente: Encuesta CGAP-MicroRate 2005, según se cita en Littlefield, Elizabeth L. "Construyendo Sistemas Financieros para los Pobres, Inversión de MIVs y DFI Examinada." *Actas de la Segunda Conferencia Anual Penetrando los Mercados de Capital II*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

La inversión de las IFIs y los MIVs está creciendo rápidamente. Desde 2004, el portafolio acumulado de las IFIs aumentó en un 150%, mientras que el portafolio de los MIVs creció aún más rápidamente en un 233%.⁴

⁴ Fuente: presentación por Littlefield, Elizabeth L. "Construyendo Sistemas Financieros para los Pobres, Inversiones de MIVs y DFIs Examinadas." *Actas de la Segunda Conferencia Anual Penetrando los Mercados de Capital*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

Una visión general de los vehículos de inversión en microfinanzas

De los 74 vehículos de inversión en microfinanzas conocidos por CGAP, 30 fueron creados en los últimos dos años. Elizabeth Littlefield, Gerente General de CGAP, discutió las características de estas proliferantes MIVs, utilizando información de la encuesta 2005 CGAP-MicroRate sobre el tema.

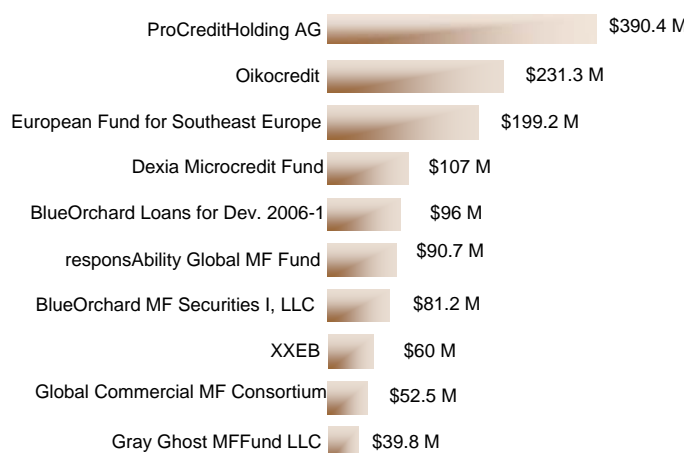
Pequeño tamaño: 61 de las 74 MIVs tienen menos de \$1 millón.

Algunos pocos de los principales jugadores: Los principales 10 MIVs tienen el 65% de todas las inversiones MIV. **Concentración en Europa Oriental y Latinoamérica:**

el 42% de la inversión se presenta en Latinoamérica y el Caribe y 39% en Europa Oriental y Asia Central.

Inversión en un grupo limitado de IMFs: 10 IMFs ubicadas en Latinoamérica o Europa y Asia Central absorben el 26% de toda la inversión MIV.

Figura 1: 10 Principales MIVs: Basado en activos invertidos



Fuente: CGAP 2005 MIV survey

Los MIVs (y las IFIs) invierten sólidamente en las principales 50 IMFs, creando una feroz competencia por estas inversiones de primera línea y haciendo que las IFIs sean acusadas con cada vez mayor frecuencia de apretujar la inversión privada. No obstante, se ha visto un menor interés en IMFs de "Segundo Nivel" y de "Tercer Nivel". Aproximadamente 450-500 IMFs reciben inversiones de MIVs.

Enfoques sobre deuda en monedas duras. La gran mayoría de la inversión MIV es en deuda, con un 70% de dicha deuda emitida en monedas duras. No obstante, la inversión en moneda local utilizando mecanismos de protección está aumentando rápidamente.

Inversión de capital concentrada en instituciones nuevas/jóvenes: La inversión de capital representa un 25% de toda la inversión. Las instituciones Greenfield (nuevas) o jóvenes absorbieron el 75% de toda la inversión de capital, de acuerdo con el estudio 2005 CGAP MicroRate.

Rendimientos sobre la inversión (ROI por su sigla en inglés): Recientes estudios CGAP de rentabilidad han encontrado que los rendimientos sobre inversión para el promedio de vehículos de inversión en microfinanzas son del 2%-4%. Esta tasa relativamente baja se presenta aun antes de hacer ningún ajuste por los subsidios que estos fondos puedan recibir.

Base de financiación: Aproximadamente el 47% de los fondos MIV vienen de inversionistas socialmente responsables, el 36% de IFIs y el 17% restante de inversionistas dominantes.⁵ Este es un importante cambio en relación con los resultados anteriores, el cual muestra un rápido flujo entrante de capital privado.

⁵ Fuente: presentación por Littlefield, Elizabeth L. "Construyendo Sistemas Financieros para los Pobres, Inversiones de MIVs y DFIs Examinadas." Actas de la Segunda Conferencia Anual Penetrando los Mercados de Capital, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

II. Innovadores negocios en financiación estructurada

Financiación de deuda

Las principales IMF's se están involucrando en nuevas estrategias para obtener acceso a los mercados de capital locales e internacionales. Están aplicando técnicas comunes en la financiación de mercados emergentes a la industria de las microfinanzas. Durante la conferencia se mencionaron algunos negocios innovadores.

Tabla 2: Innovaciones en financiación de deuda

| Estructura | Nombre de la emisión | Valor colocado (US\$) | Año de emisión |
|----------------------------------|---------------------------------|-----------------------|----------------|
| CDO internacional | BOLD-2006-1 | 99.1 millones | 2006 |
| Inversión en "Fondos Mezanine" | Global Commercial MF Consortium | 80.6 millones | 2005 |
| Titularización de portafolio IMF | BRAC, Bangladesh | 180 millones | 2006 |

Fuente: Littlefield, Elizabeth L. "Construyendo Sistemas Financieros para los Pobres, Inversión de MIVs y DFI Examinada." *Actas de la Segunda Conferencia Anual Penetrando los Mercados de Capital II*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

CDO Internacional: BOLD 2006-1 (Blue Orchard Loans for Development - Prestamos Blue Orchard para Desarrollo)

Esta transacción utilizó una estructura de Obligación de Deuda Garantizada (Collateralized Debt Obligation - CDO) en la cual los inversionistas compraron un pool de préstamos hechos a IMF's. En el momento de su ejecución en abril de 2006, BOLD-2006-1 era la transacción individual de inversión comercial más grande en la historia de las microfinanzas (US\$ 99.1 millones), ofreciendo una financiación con tasa fija a cinco años a 21 instituciones de microfinanzas en 13 países. Esto involucró cinco monedas: el dólar americano, el euro, el peso mexicano, el peso colombiano y el rublo ruso. Se obtuvo protección contra riesgos cambiarios para los inversionistas a través de intercambios de moneda.

Tabla 3: Estructura de Capital -BOLD 2006-1

| Clase | Valor | % de pagarés | Mejoría del crédito | Tasa de interés |
|-------|--------------|--------------|---------------------|------------------|
| A1 | €32,900,000 | 40% | 28% | Euribor 3M+0.75% |
| A2 | £14,000,000 | 25% | 28% | 5.586% |
| A3 | \$7,000,000 | 7% | 28% | 6.017% |
| B | \$28,000,000 | 28% | N/A | 9.020% |
| Total | \$99,142,531 | 100% | | |

Fuente: de Schrevel, Jean Philippe. "El Rango de los Instrumentos de Deuda," *Actas de la Segunda Conferencia Penetrando los Mercados de Capital*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

BOLD-2006 llevó a los principales inversionistas a las microfinanzas, incluyendo compañías de seguros y fondos pensionales. Las organizaciones de desarrollo asumieron posiciones de riesgo más elevadas en un esfuerzo por estimular a estos inversionistas.

Algunos de los desafíos enfrentados en la emisión de BOLD-2006 incluyeron la falta de familiaridad de muchos inversionistas con las microfinanzas, la limitada liquidez de los fondos y

la falta de calificaciones de la corriente dominante para las instituciones subyacentes de microfinanzas. Adicionalmente, los aseguradores consideraron que estaban siendo "dejados a un lado" por algunas IFIs para transacciones con las IMF de primer nivel.

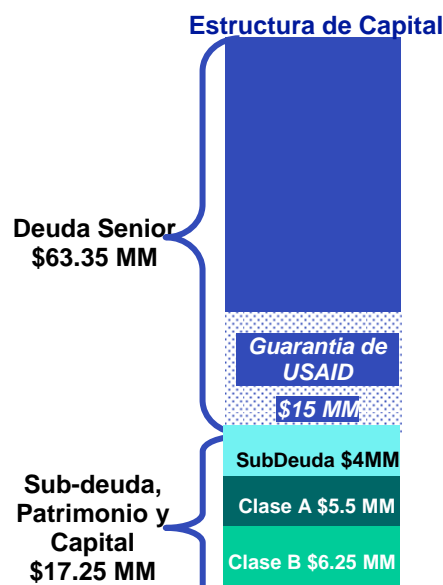
Inversiones en Fondos Mezanine: Consorcio Global de Microfinanzas

En 2005, un grupo de inversionistas institucionales y de agencias de desarrollo estableció el Consorcio Global de Microfinanzas Comerciales. Ese fue el primer fondo comercial que financió IMF de moneda local. La estructura de capital consistía en deuda senior por US\$63.35 millones y sub-deuda, patrimonio y capital subvencionado por US\$17.25 millones.

Las finanzas mezanine (entre los pagarés senior y las porciones de patrimonio) ofrecen deuda no-garantizada (o acciones preferenciales) que puede ser convertida a patrimonio en caso de incumplimiento. Un mayor rendimiento corresponde a un perfil de riesgo más elevado. Las IFIs asumieron posiciones de mayor riesgo para estimular la inversión del sector privado. USAID suministró una garantía de US\$15 millones y DFID ocupó la posición de riesgo del primer nivel.

A la fecha se han aprobado US\$80.6 millones para colocación en más de 40 negocios en 21 países. Administrado y patrocinado por el Deutsche Bank, este negocio tenía 18 otros socios, incluyendo a Merrill Lynch, el Church Pension Fund, una diversidad de inversionistas individuales y socios de agencias de desarrollo tales como USAID.

Figura 2: Consorcio Global De Microfinanzas Comerciales



Fuente: Deutsche Bank

Titularización del portafolio IMF: BRAC, Bangladesh

En 2006, BRAC, una ONG con base en Bangladesh, titularizó \$180 millones en cuentas por cobrar de microfinanzas, el primer negocio de su tipo en el mundo. Mientras que los CDOs dependen de la capacidad de las IMF de pagar un préstamo, la titularización depende de las capacidades de los prestatarios subyacentes de microfinanzas para pagar sus préstamos. Esta transacción, estructurada por RSA Capital, Citigroup, la Netherlands Development Finance Company (FMO) y el banco alemán KfW, ofrece financiación para BRAC durante un período de 6 años, con un conjunto de emisiones de pagarés a un año.

Esta emisión se basó en el portafolio completo BRAC de 5 millones de clientes, los cuales vienen de comunidades de bajos ingresos, principalmente en las áreas rurales de Bangladesh. Esta transacción fue denominada en takas de Bangladesh, lo cual eliminó el riesgo cambiario extranjero para la institución. BRAC recibió una calificación AAA de los mercados domésticos en Bangladesh y la transacción se concluyó sin la compra de una mejora crediticia, aunque las cuentas por cobrar fueron garantizadas al 150%.

Se creó un vehículo de propósito especial para comprar las cuentas por cobrar de BRAC y emitir certificados a los inversionistas representando intereses beneficiarios en tales cuentas por cobrar. Los inversionistas extranjeros FMO y Citibank compraron cada uno una tercera parte de los certificados, con la compra de Citibank respaldada por garantías de FMO y KfW. Citibank Bangladesh y dos bancos locales de Bangladesh compraron la tercera parte restante de los certificados.

La titularización permitió a BRAC diversificar sus fuentes de financiación, reducir los activos en su balance general y aumentar los fondos prestados a los microempresarios. De acuerdo con Robert Annibale de Citigroup, la titularización permitió a BRAC ahorrar 200 puntos base en comparación con la financiación bancaria comparable.

Financiación de patrimonio.

La mayor parte del patrimonio en microfinanzas ha sido suministrado a través de colocaciones privadas de inversionistas cercanos a las IMFs o con conocimientos sobre microfinanzas. No obstante, para un puñado de las principales IMFs las ofertas públicas accionarias están siendo una realidad. Las Ofertas Públicas Iniciales (IPOs por su sigla en inglés) permiten salir a los inversionistas originales en IMFs. También colocan a las IMFs en una posición adecuada para obtener nuevo patrimonio bajo términos favorables, ya que reducen las elevadas primas de iliquidez que han durante largo tiempo mantenido las valoraciones de IMFs en un valor cercano al valor en libros.

Tabla 4: Negocios innovadores en financiación de patrimonio.

| Nombre | Estructura | Capitalización actual de mercado (US\$) | Año |
|--------------------|------------------------|---|------|
| Equity Bank, Kenia | Oferta pública inicial | \$315 millones | 2006 |

Fuente: Mwangi, James. “Oferta Pública Inicial: Experiencia del Equity Bank” *Actas de la Segunda Conferencia Penetrando los Mercados de Capital*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

IPO (Oferta Pública Inicial): Equity Bank, Kenia

En 2006, las acciones del Equity Bank en Kenia fueron negociadas en la bolsa de Nairobi, la primera Oferta Pública Inicial en África. Equity Bank está fuertemente enfocado en movilización de ahorros y tiene más clientes que ninguna otra institución financiera en Kenia, con un 30% de las cuentas bancarias existentes en el país. Inicialmente, la institución financió su portafolio con ahorros. Para el 2002, los ahorros no podían sostener los requerimientos de financiación y en abril de 2004 el AfriCap Microfinance Fund se convirtió en un inversionista de capital. En 2004 la institución obtuvo US\$10 millones en capital a través de una colocación privada dirigida a inversionistas privados de Kenia que conocían la organización.

Equity Bank logró la negociación de acciones en la bolsa de Nairobi para mejorar su posición estratégica y su acceso a capital y para darle un mejor perfil a su marca. Equity también deseaba mejorar su propuesta de valor a los accionistas, aumentando la liquidez de los accionistas y facilitando la

James Mwangi, Gerente General de Equity Bank, describió los principales desafíos involucrados en negociar acciones en la bolsa, tales como la necesidad de crear sistemas para cumplir con los estrictos requerimientos de divulgación, los elevados costos legales y de publicidad y las dispendiosas características del proceso.

entrada y la salida. Finalmente, la administración de Equity Bank sabía que el hecho de que las acciones estuviesen siendo negociadas en la Bolsa le permitiría al banco consolidar mejoras hechas en el área de gobernación corporativa, debido a los estrictos requerimientos de transparencia y las directrices para gobernación y conflictos de intereses aplicables a compañías públicas. James Mwangi, Gerente General de Equity Bank, describió los principales desafíos involucrados en negociar acciones en la bolsa, tales como la necesidad de crear sistemas para cumplir con los estrictos requerimientos de divulgación, los elevados costos legales y de publicidad y las dispendiosas características del proceso.

Antes de entrar a la bolsa, inversionistas estratégicos privados tales como AfriCap eran los accionistas dominantes. Después de ello entró el capital especulador, como lo hicieron los inversionistas minoristas. Una vez el mercado se estabilizó, los inversionistas institucionales y los administradores de fondos comenzaron a participar intensamente. El precio de negociación inicial era de US\$1.00; el precio inicial al inicio de las transacciones bursátiles era de US\$2.50, que aumentó a US\$3.40 en ocho meses. Las utilidades del Equity Bank en los meses siguientes a la introducción a la bolsa han también aumentado en relación con años anteriores, como lo ha hecho la valoración general del mercado. En los primeros ocho meses después de su Oferta Pública Inicial, la capitalización de mercado de Equity aumentó de aproximadamente US\$91.5 millones (Ksh 6300 millones) a US\$315 millones (Ksh 21,700 millones) como resultado de disponibilidad de nuevas acciones a través de la Oferta Pública Inicial y de un mayor precio por acción.

III. Riesgos en Microfinanzas

Existe un gran universo de riesgos en microfinanzas, y la administración de riesgos en microfinanzas ha sido un área de especial énfasis para los inversionistas. Basel II, el Acta Sarbanes-Oxley, anti lavado de dineros, las regulaciones del Banco Central y los relativamente nuevos IFRS (Normas Internacionales de Información Financiera) llevan a un entorno cada vez más complejo para la inversión en microfinanzas.

Identificando y Manejando los Riesgos.

Los panelistas discutieron cinco diferentes categorías de riesgos en relación con las inversiones en microfinanzas y propusieron formas de mitigarlos. Estos riesgos, que pueden ser clasificados como "controlables" e "incontrolables", se resumen en la Tabla 5.

Tabla 5: Riesgos que Afectan a las Instituciones de Microfinanzas

| Riesgos controlables | Área de riesgo | Riesgos incontrolables | Área de riesgo |
|----------------------|--------------------|------------------------|-------------------------|
| | Riesgo financiero | | Riesgo regulatorio |
| | Riesgo operativo | | Riesgo de país/político |
| | Riesgo del mercado | | Riesgo cambiario |

Fuente: Christensen, Paul. "Entendiendo el Perfil de Riesgos de las Instituciones de Microfinanzas (desde una perspectiva del inversionista)," *Actas de la Segunda Conferencia Penetrando los Mercados de Capital*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

1) Los riesgos financieros incluyen las amplias categorías de calidad del crédito y liquidez y financiación, idoneidad de capital, administración de activos y pasivos y exposición cambiaria.

Estrategias de mitigación de riesgos: Una estrategia de mitigación de riesgos para las IMFs incluye el nombramiento de un gerente de riesgos y la implementación de un sistema general de administración de riesgos. Otra es establecer políticas internas financieras prudentes - en algunos

casos más conservadoras que los requerimientos regulatorios - por ejemplo políticas relacionadas con reservas y exposición a riesgos cambiarios. Los puntos de referencia (benchmarks) para desempeño financiero, por ejemplo, de MIX (Microfinance Information Exchange) podrían ayudar a una IMF o a los inversionistas a identificar áreas de alto riesgo.

2) Los riesgos operativos incluyen aquellos relacionados con sistemas de TI, aspectos de "hombre clave" de profundidad de liderazgo y administración, controles de fraude / internos, cumplimiento regulatorio, transferencias de dinero y prácticas anti-lavado de dinero.

Estrategias de mitigación de riesgos: Fortalecer la función interna de auditoría/control, estimular el desarrollo de los sistemas de incentivos de recursos humanos y actualizar los sistemas de TI fueron algunas de las soluciones sugeridas.

3) Los riesgos del mercado están con frecuencia relacionados con la competencia. La reputación de las IMFs, sus lazos políticos y la competencia, y la competencia por tasas de interés son todos aspectos importantes.

Estrategias de mitigación de riesgos: Una estrategia de mitigación es establecer sólidas estructuras de gobernación y de comités para administrar y diversificar estos riesgos.

4) Los riesgos regulatorios incluyen aquellos que surgen de regulaciones y topes a las tasas de interés del gobierno, un aspecto que está adquiriendo gran importancia en Latinoamérica y Asia. También incluidos en estos riesgos están la amenaza de mayores requerimientos de capital mínimo y complicadas regulaciones anti-lavado de dinero.

Estrategias de mitigación de riesgos: Destacar las mejores prácticas de otras regiones para influenciar a los reguladores y desarrollar coaliciones con actores del sector financiero para promover posiciones beneficiosas en las microfinanzas ha sido algo efectivo en muchos países. Bob Annibale de Citigroup discutió la necesidad de una evolución de los mecanismos para manejar aspectos tales como endeudamiento irresponsable y prácticas de cobro.

5) Los riesgos de país/políticos incluyen la amenaza de la inconvertibilidad de la moneda, la expropiación de activos, disturbios civiles y guerra y la corrupción institucional, entre otros.

Estrategias de mitigación de riesgos: Las IMFs pueden obtener seguros contra riesgos políticos, de ser económicos. Los seguros para riesgos políticos pueden amparar un porcentaje de los préstamos contra riesgos tales como inconvertibilidad, expropiación y violencia política o guerra. Mitchell Strauss describió cómo la OPIC (Overseas Private Investment Corporation), una agencia gubernamental de los Estados Unidos, puede ofrecer seguros políticos para proteger las inversiones en mercados en vías de desarrollo efectuadas por instituciones, con un 25% de propiedad de capital americano o participación significativa. Recientemente expidió una póliza de seguros a una institución basada en los Estados Unidos prestando a una IMF de Europa Oriental.

6) El riesgo cambiario incluye el riesgo de la devaluación de la moneda.

Estrategias de mitigación de riesgos: Existe una diversidad de formas de administrar el riesgo cambiario, la más obvia siendo primero explorar las opciones de moneda local para obtener fondos. En algunos países, los mercados de capital locales responden a las necesidades financieras de las IMFs, mientras que en otros no lo hacen. Otras estrategias involucran utilizar una combinación de garantes y financiadores locales, con los mercados internacionales asumiendo el riesgo. No obstante, este proceso tiene elevados costos de transacción. Una tercera estrategia disponible en mercados en desarrollo más sólidos es utilizar una combinación de financiación en dólares americanos y un intercambio de moneda. Por último, los financiadores internacionales pueden hacer préstamos directamente en moneda local. Esta opción no es popular

entre muchos financiadores internacionales. No obstante, esto será cada vez más común a medida que surgen nuevas iniciativas basadas en la distribución del riesgo del portafolio más que en protección (ej: TCX, Minlam, IFC).

Midiendo el Riesgo: Es el riesgo sistémico de las microfinanzas menor?

Se ha sugerido que las inversiones en microfinanzas pueden ayudar a reducir el riesgo general de un portafolio diverso debido a que sus riesgos son contra-cíclicos. Un reciente estudio titulado "Pueden las Microfinanzas Reducir la Volatilidad del Portafolio?" analizó si la rentabilidad económica en las microfinanzas se correlaciona con las condiciones generales macroeconómicas de los mercados en vías de desarrollo.⁶ Si las microfinanzas no se correlacionan, o si se correlacionan menos con los indicadores microeconómicos aceptados, entonces las inversiones en microfinanzas podrían representar una opción atractiva para la diversificación del portafolio para diversos tipos de inversionistas.

El estudio analizó la rentabilidad de 283 instituciones de microfinanzas con estados financieros auditados. Encontró alguna evidencia de que la rentabilidad de las microfinanzas se correlaciona menos bien con los indicadores macroeconómicos que otras clases de activos de mercados emergentes. No obstante, la información 1994 a 1999 sobre ingresos económicos mostró un importante aumento de correlación en relación con la información analizada de 1988 a 1993. Esto sugiere que los mercados en vías de desarrollo están comportándose cada vez más como mercados desarrollados, disminuyendo el poder de diversificación de las inversiones en microfinanzas.

Recientes análisis de información adelantados por Credit Suisse sugieren que la combinación de fondos ½ microfinanzas y ½ S&P 500 resultaron en mayores ingresos que otros fondos, con la excepción de fondos de crecimiento de alto rendimiento.⁷

Si las microfinanzas no se correlacionan, o si se correlacionan menos con los indicadores microeconómicos aceptados, entonces las inversiones en microfinanzas podrían representar una opción atractiva para la diversificación del portafolio para diversos tipos de inversionistas.

IV. Valoración del Impacto Social en Microfinanzas

Un gran porcentaje de los fondos que fluyen hacia la inversión en microfinanzas vienen de inversionistas socialmente responsables o de los brazos de inversión de instituciones financieras públicas que están invirtiendo con el fin de contribuir con objetivos sociales. Las medidas sistemáticas y verificables del desempeño social son importantes para ayudar a los inversionistas a evaluar el cumplimiento por parte de las IMFs con su misión social y establecer cualquier compensación entre rentabilidad social y financiera. Aun así, la medición del valor social creado por una inversión en microfinanzas no puede ser establecida simplemente como la rentabilidad económica de la inversión. Los enfoques descritos abajo reflejan algunas de las diferentes formas actualmente utilizadas para medir el valor social.

⁶ El estudio completo, por Dr. Ingo Walter de la Stern School of Business de la Universidad de New York y Nicolas Krauss del Boston Consulting Group está disponible para descarga en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=943786.

⁷ Comentarios por Robert Weissenstein, Credit Suisse, en la conferencia Rompimiento de Mercados de Capital, marzo 19, 2007.

Tabla 6: Diferentes enfoques a la evaluación del cumplimiento social

| Sistema | Descripción |
|--|--|
| Indicadores de variables sustitutivas asociados con valor social | Ejemplos: tamaño promedio de préstamos como porcentaje del producto doméstico bruto, % de clientes rurales, tasa de abandono de clientes |
| Evaluaciones del impacto social | Cambios en datos de nivel de clientes, análisis en el tiempo |
| Administración de cumplimiento social | Utilización de procesos internos y mecanismos de retroalimentación |

Fuente: Rauenhorst, Michael. "Inversión Social y Medición del Impacto: Visión de un Inversionista Privado" *Actas de la Segunda Conferencia Penetrando los Mercados de Capital*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

Iniciativas en la medición del cumplimiento social

Triodos Bank - Transparencia y sostenibilidad en iniciativas de microfinanzas

Triodos Bank, un financiador europeo de iniciativas de microfinanzas, incorpora un resultado final triple (económico, ambiental y de rendimientos sociales) en su estrategia básica. Desde 2004, Triodos ha auspiciado una conferencia anual en los Países Bajos para todas sus compañías participadas para que participen en su iniciativa "Banca en Valores". Durante esta conferencia se recomienda a las compañías participadas que examinen sus características organizacionales - tales como sus principios de responsabilidad corporativa social, su sostenibilidad y su diálogo con los accionistas. Triodos también ayuda a sus compañías participadas a desarrollar indicadores ambientales que aplican a la utilización de energía y agua, emisiones de dióxido de carbono y al impacto ambiental de las actividades del cliente IMF. Finalmente, Triodos ayuda a sus compañías participadas a analizar sus indicadores sociales, tales como participación propietaria y representación de los empleados, políticas y procedimientos de derechos humanos y de anti-corrupción. Esta iniciativa es parte de la iniciativa global de reportes, apoyada por el Programa Ambiental de las Naciones Unidas, para promover transparencia y sostenibilidad en las finanzas. Promueve la inclusión de esta información no-financiera en los informes anuales de las compañías participadas.

Fundación MGR

Este fondo familiar utiliza una diversidad de indicadores de cumplimiento social. Inicialmente, el fondo utilizó indicadores de variables sustitutivas, tales como el tamaño del préstamo como un porcentaje del producto doméstico bruto, el número de micro-préstamo generado como resultado de sus inversiones, el porcentaje de mujeres que reciben préstamos y el índice de abandono de los clientes. También pretendía hacer seguimiento a los aumentos en los niveles de ingresos de los clientes.

Más recientemente, la fundación ha desarrollado un patrón más detallado que examina el cumplimiento social dentro del contexto en el cual opera la IMF, al igual que sus políticas y estrategias y resultados. La fundación también planea incorporar incentivos relacionados con cumplimiento social para sus empleados.

ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility)

Este centro cuenta con 275 inversionistas basados-en-fe, quienes urgen a las compañías para que sean social y ambientalmente responsables. De acuerdo con el Padre Seamus Finn, gerente del Fondo de Oblatos Misioneros de María Inmaculada, el centro se interesó en las microfinanzas al considerar que ofrecían una posibilidad para el desarrollo humano.

Los miembros de ICCR examinan las microfinanzas dentro del contexto de la base religiosamente, políticamente, socialmente y culturalmente diversa de prestatarios.

V. Construyendo un Mercado de Microfinanzas

A pesar de que la inversión en microfinanzas está aumentando, los desafíos para construir un mercado maduro de microfinanzas aún continúan. Para atraer a los inversionistas principales, las inversiones en microfinanzas necesitan de un juego de información estandarizada y de ciertas características que son comunes a los servicios financieros dominantes, tales como:

- Información frecuente de precios sobre las inversiones.
- Liquidez.
- Facilidad de acceso a la información (particularmente en forma de calificaciones de la corriente dominante).

El desarrollo de estas características en las microfinanzas aumentará la capacidad del capital para llegar con éxito a las instituciones de microfinanzas.

Valoración de las inversiones en microfinanzas

A medida que el mercado de las inversiones en microfinanzas se desarrolla, un mayor volumen de ventas ofrecerá una mejor base para evaluar las inversiones. Cuando se adquiere o vende una IMF, o cuando tiene una nueva emisión, la valoración se convierte en un aspecto fundamental.

Igualmente, los principios contables y de auditoría están sesgados hacia las valoraciones justas del mercado, y muchos fondos se ven forzados a hacer sus valoraciones de mercado justo como parte de sus nuevas rondas de financiación. En algunos casos, los aspectos legales y tributarios podrían necesitar de una valoración de las inversiones en microfinanzas. Los métodos de valoración se resumen en la Tabla 7.

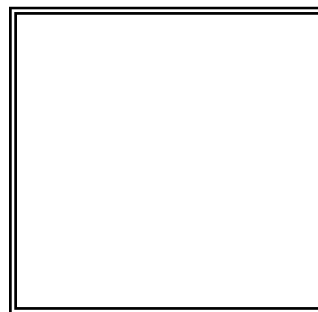


Tabla 7: Métodos de valoración

| Método | Ventajas | Desventajas |
|--|--|---|
| Valor neto ajustado (ha gustado para reservas y activos intangibles) | <ul style="list-style-type: none"> -Simple, "objetivo", negociable. - Punto de referencia (benchmark) útil / lenguaje común | <ul style="list-style-type: none"> -Mirando hacia atrás -No refleja las condiciones del mercado -Con frecuencia se utiliza en transformaciones pero no refleja las actualizaciones -No refleja la inversión necesaria - Sesgo histórico hacia 1.0x NAV (valor en libros) |
| Flujos de efectivo descontado | <ul style="list-style-type: none"> - Hace explícitos los impulsores de valor - IMFs tienen sencillas estructuras de capital y aspectos financieros | <ul style="list-style-type: none"> -La identificación de los flujos libres de efectivo pueden ser difíciles para las IMFs - El modelaje de las tasas de crecimiento es difícil - Poca información disponible para estimar beta - Confusión sobre dónde colocar el riesgo (flujo de caja o tasas de descuento) |
| Precios del mercado | <ul style="list-style-type: none"> -Deseados por todos | <ul style="list-style-type: none"> -Menos de cinco IMFs están listados públicamente y tienen volumen de comercialización |
| Comparables de intermediarios financieros | <ul style="list-style-type: none"> - Mayor tasa de crecimiento - Tasa esperada de crecimiento deberá ser mayor - La calidad de las inversiones tiende a generar rentabilidad en exceso del sector formal bancario | <ul style="list-style-type: none"> - Liquidez limitada - muy pocas transacciones en acciones micro financieros. Hay acciones P/E para instituciones financieras, no IMFs. - El riesgo puede ser un elemento positivo o negativo |

Fuente: Fischer, John. "Los Más y los Menos de Medir, Administrar y Asignar Precios a los Riesgos: Valoración de las Microfinanzas" *Actas de la Segunda Conferencia Penetrando los Mercados de Capital*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

La valoración también puede incorporar alguna medición del valor social. Por ejemplo, algunas inversiones de capital se ajustan para reflejar un sesgo positivo de selección por un donante o un inversionista socialmente responsable.

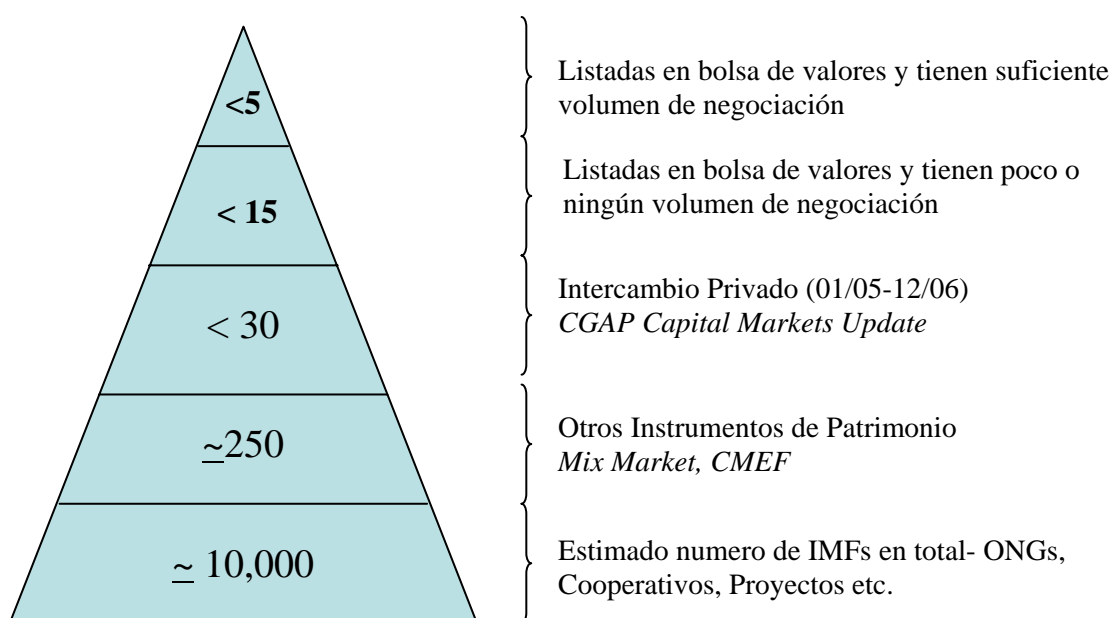
Frecuente asignación de precios de inversiones en microfinanzas

Para que las microfinanzas verdaderamente penetren los mercados de capital, deben presentarse frecuentes asignaciones de precios de las inversiones.

La falta de información diaria de precios sobre inversiones en microfinanzas es una importante limitación para los inversionistas institucionales y excluye inversiones en microfinanzas del mercado de fondos mutuos de US\$10,000 millones.

Como se muestra en la Figura 3, menos de cinco instituciones de microfinanzas están listadas en una bolsa de valores y tienen suficiente volumen de negociación para generar información regular sobre precios del mercado. Esto probablemente cambiará con el tiempo a medida que más instituciones de microfinanzas se incluyan en la lista. Por ejemplo Catalyst Microfinance Investors en Asia y Africa planea incluir sus recientemente creadas IMF's en la Bolsa de Londres.

Figura 3: Pocos IMF's tienen información sobre precios del mercado



Fuente: John Fischer, ACCION

Los bonos municipales ofrecen un ejemplo de una inversión en la cual los precios diarios no necesariamente existen pero en la cual los inversionistas están dispuestos a hacer la compra debido a que los bonos están calificados. Otra posibilidad de aumentar la frecuencia de los precios es una valoración manual justa en la cual un pequeño número de personas en un comité se reúnen con regularidad para asignar un valor justo utilizando técnicas de bonos. Esto consume tiempo y es costoso, pudiendo realizarse una sola vez, aunque no para todo el fondo. Desafortunadamente, se necesita de volumen para obtener eficiencia en precios, pero el volumen es más fácil de obtener cuando la información de precios está disponible.

Obteniendo liquidez: Construyendo un mercado secundario para una inversión de capital en microfinanzas

A pesar de los avances en la determinación de los precios del mercado de inversiones de capital, los mercados secundarios en acciones de microfinanzas son muy débiles y por tanto las inversiones en microfinanzas son ilíquidas. La iliquidez es un factor importante que impulsa los precios hacia abajo y desestimula una inversión adicional. Como resultado de ello, muchas ventas

iniciales de capital incluían opciones “put” que eran pagadas en términos de valoraciones más bajas, menos derechos de voto y derechos de llamada.⁸ Aun hoy día, algunos inversionistas dicen que el descuento de iliquidez para inversiones en microfinanzas podría ser fácilmente del 20%.⁹ Particularmente con clientes de la banca privada, la iliquidez es un factor esencial que desestimula las inversiones en microfinanzas.

El Fondo Antares es un fondo de US\$5 millones creado para expandir el mercado secundario para capital de microfinanzas. El objetivo del fondo es adquirir participación de capital, principalmente a través de transacciones en el mercado secundario. El Fondo Gray Ghost Microfinance fue el inversionista fundador y Omrix Inc. administra el fondo, el cual actualmente tiene seis inversiones en cinco países en Latinoamérica y en el Caribe. El principal interés de Antares es la compra de participación accionaria minoritaria de entre el 3 y el 15% y actuar como un inversionista de corto a mediano plazo, con un período de tenencia de entre 3 y 5 años. Espera aumentar la transparencia generando información de ventas de más buena fe. Las recientes transacciones del mercado secundario de Antares y de otros inversionistas de capital están listadas en la Tabla 8.

Tabla 8: Muestra de recientes transacciones en el mercado secundario

| Comprador | Vendedor | Institución de microfinanzas |
|-------------------------------------|---|---------------------------------------|
| BBVA | Grupo de accionistas | Caja Nor Perú & Caja Sur, Peru |
| Fondo Antares | Gateway ACCION | BancoSol, Bolivia |
| TIAA-CREF, Tufts-Omidyar | IFIs y nueva emisión de acciones | ProCredit Holdings, multi-país |
| Unibanco Ecuador | Enlace | Banco Solidario, Ecuador |
| Amplio espectro de inversionistas | Negociado en la bolsa de valores de Nairobi | Equity Bank, Kenia |
| Nana Yaw Oduro | AfriCap | First Allied Savings and Loans, Ghana |
| Banco del Pichincha | Gateway ACCION | Credi Fe, Ecuador |
| Banco del Caribe | Gateway ACCION | BanGente, Venezuela |
| Fondo Antares | FINDE | Findesa, Nicaragua |
| Fondo Antares | SEPAR | EDPYME Confianza, Peru |
| Fondo Antares | Habitat Tacna Siglo XXI | EDPYME Crear Tacna, Peru |
| Fondo Antares | Ramiro Paredes and Fundación Alternativa | Banco Solidario, Ecuador |
| Empleados de EDPYME Confianza, Perú | Fondo Antares | EDPYME Confianza, Peru |

Fuentes: Fischer, John. “Los Más y Menos de Medir, Administrar y Asignar Precios a los Riesgos: Valoración de las Microfinanzas” y Silva, Alex “Oportunidades del Mercado Secundario para las Microfinanzas” *Actas de la Segunda Conferencia Penetrando los Mercados de Capital*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

⁸ Silva, Alex “Oportunidades en el Mercado Secundario para Microfinanzas,” *Actas de la Segunda Conferencia Penetrando los Mercados de Capital*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

⁹ MacDonagh, Jeffrey T.S. “Derrotando las Barreras de Precios y Otras Barreras Técnicas,” *Actas de la Segunda Conferencia Penetrando los Mercados de Capital*, Nueva York, presentación de marzo 19, 2007.

Antares puede comprar una gran participación accionaria y venderla individualmente cuando una participación pudiese ser demasiado grande para hacerla atractiva a compradores potenciales más pequeños/privados o si el accionista original no desea trabajar con muchos compradores pequeños. También puede vender capital no-vendido mientras espera a otros compradores. En algunos casos, Antares ha ayudado a manejar compras que mejor alinean los incentivos de los administradores con los de los accionistas. Aunque es un fondo relativamente pequeño, sus propiedades tienen una rotación activa. A medida que se construye un mercado secundario más profundo y más transparente, las valoraciones deberán aumentar a medida que la prima de iliquidez desaparece.

Mejorando la información para los inversionistas: Calificaciones de la corriente dominante para capital de inversiones

A pesar de que los actores en las microfinanzas han mejorado su capacidad de presentar negocios en formas entendibles a los generalistas, Jeff McDonagh de Domini Social Funds recuerda haber invertido 80 horas investigando negocios CDO de microfinanzas debido a que no existían fuentes consolidadas de información.

Algunos inversionistas sociales en algunas ocasiones están dispuestos a invertir tiempo adicional analizando inversiones en microfinanzas debido a la promesa de recompensa social, aunque la mayor parte de los inversionistas principales no lo están.

Algunos inversionistas sociales en algunas ocasiones están dispuestos a invertir tiempo adicional analizando inversiones en microfinanzas debido a la promesa de recompensa social, aunque la mayor parte de los inversionistas principales no lo están..

Pocas instituciones de microfinanzas han recibido calificaciones de calificadores principales tales como Standard & Poor's, Fitch o Moody's. Durante muchos años, las agencias calificadoras especializadas para microfinanzas han llenado esta brecha, ofreciendo información detallada para los donantes y otras partes interesadas. A pesar de esto, muchos inversionistas institucionales pueden solamente invertir cuando existe un indicador de calidad crediticia suministrado por un calificador reconocido. Otros prefieren contar con calificaciones de la corriente central, con las cuales están más familiarizados y que les permiten comparar las inversiones en microfinanzas con otras inversiones en los mercados emergentes. Además, una inversión no-calificada podría verse sujeta a otros requerimientos. A medida que la titularización y los CDOs en microfinanzas se hacen más comunes, las calificaciones de la corriente central para microfinanzas se convierten en algo crítico para garantizar una amplia participación en el mercado de capitales.

Los calificadores de la corriente censal se están involucrando en la esfera de las microfinanzas y están explorando la forma de manejar las barreras técnicas y de precios. El mercado para las calificaciones de microfinanzas incluye el análisis de riesgo crediticio de las IMFs, el análisis de portafolios globales, portafolios de país único y titularización de portafolios. A pesar de la diversidad de aplicaciones, el mercado para las calificaciones IMF continúa siendo pequeño, particularmente ya que pocas IMFs están dispuestas a pagar las tarifas que cobran los calificadores principales. Los calificadores necesitan de un suficiente flujo de negocios para justificar su inversión en una industria específica, y no es aún claro que las microfinanzas crecerán para generar el volumen requerido.

Standard and Poor's: Creando un Mercado de Microfinanzas.

A comienzos de 2007, los Servicios de Calificación de Standard and Poor's crearon un grupo de trabajo para generar recomendaciones sobre los indicadores del análisis de crédito de MFI. El grupo de trabajo incluyó a los analistas de Standard and Poor's, al igual que participantes del mercado de ACCIÓN International, CGAP, CRISIL, IDB y al Microfinance Information Exchange (MIX). Utilizando los criterios de calificación de instituciones financieras de Standard and Poor's como punto de inicio, el grupo de trabajo sobre metodología ha estado discutiendo formas de combinar análisis tradicionales de crédito con indicadores base para el sector de las microfinanzas. También ha trabajado para identificar características especiales de instituciones de microfinanzas en relación con otras instituciones financieras, permitiendo a los inversionistas diferenciar MFIs sobre una base comparable. Los resultados del grupo de trabajo se publicarán y estarán libremente disponibles para su utilización.

Standard and Poor's considerará los resultados del grupo de trabajo a medida que desarrolla sus propios criterios para calificar las instituciones de micro finanzas; como parte de este proceso adelantará una serie de calificaciones piloto de MFIs.

VI. Construyendo Demanda para Inversión en IMFs Pequeñas y más Nuevas

Mejorar la información de precios, la liquidez y la facilidad de acceso a la información de microfinanzas (particularmente en forma de clasificaciones de la corriente dominante) asegurará que el suministro de capital de inversión para las microfinanzas continúe siendo elevado.

No obstante, las IMFs de "Nivel 1" o de "Nivel 2" podrían necesitar capital, pero requerirán de menores cantidades de dinero que aquellas rentables para muchos inversionistas, pidiendo ser percibidas como inversiones de demasiado riesgo. Los participantes discutieron los esfuerzos necesarios para aumentar el número de instituciones de microfinanzas que pueden recibir inversiones comerciales.

- *Suministrar entrenamiento gerencial* o infraestructura adicional financiera y operativa podría ayudar a las IMFs a estar listas para el capital de inversión. La mayoría de las firmas privadas de inversión no relacionan la asistencia técnica con la financiación, dejando una brecha de entrenamiento de inversionistas que deberá ser llenada por otras instituciones.
- *Utilizando apoyo de las IFIs.* Los bancos bilaterales y multilaterales de desarrollo están bien colocados para adoptar posiciones más riesgosas al apoyar las IMFs de "Nivel 1" y de "Nivel 2", de la misma forma que apoyaron a las IMFs de "Nivel 1" cuando inicialmente intentaron acceder a los mercados de capital hace años.
- *Dirigirse a los fondos*, tales como el fondo del Deutsche Bank, para nuevas IMFs ayuda a los inversionistas comerciales a financiar prospectos de inversión.
- *Utilizando presencia local* ayuda a los bancos globales comerciales tales como Citibank y Standard Chartered a identificar y ofrecer financiación en moneda local.
- *Acelerando las operaciones Greenfield (arranque)* a través de asociaciones tales como Catalyst Microfinance Investments, un proyecto del practicante de microfinanzas ASA, Bangladesh y una firma de consultoría financiera para construir nuevas IMFs en mercados núcleo de microfinanzas.

- *Conectar las iniciativas de microfinanzas con esfuerzos para mejorar la salud o el medio ambiente.*

Se ha desarrollado un fondo del Deutsche Bank para financiar clínicas de ojos en la India. El Triodos Bank mencionó la posibilidad de utilizar instituciones de microfinanzas para brindar acceso a energía renovable a áreas rurales.

Conclusión

Los mercados de capital pueden jugar un papel fundamental en el tamaño de las microfinanzas. Las microfinanzas se están convirtiendo en una palabra muy conocida, y la inversión en las microfinanzas está creciendo rápidamente. Durante el último año o dos se han desarrollado estructuras de negocios nunca antes vistas en microfinanzas, tales como titularización de portafolio y aun una Oferta Pública Inicial. No obstante, los inversionistas en microfinanzas deben encontrar formas de administrar sus riesgos y necesidades de microfinanzas para vencer barreras técnicas importantes relacionadas con precios, liquidez y facilidad de acceso a la información antes de que puedan verdaderamente penetrar los mercados de capital.

La serie *InSight* de ACCION Internacional está diseñada para compartir los resultados de nuestro trabajo con la comunidad de microfinanzas tan rápida y eficientemente como sea posible. La serie destaca aplicaciones prácticas, puntos de vista de políticas e investigación continuada de ACCION. Para descargar otras ediciones de *InSight* sin costo, lo invitamos a visitar www.accion.org/insight

ACCION quisiera agradecer el apoyo del patrocinador de la conferencia, Credit Suisse. Esta publicación fue preparada con fondos suministrados por la Academia para el Desarrollo Educacional (AED) con financiación del gobierno de los Estados Unidos a través de la Agencia para Desarrollo Internacional de los Estados Unidos bajo el Acuerdo Cooperativo No. EEM-A-00-06-0001-00 para el Líder de Apoyo FIELD con Asociados. Las opiniones aquí contenidas son del autor y no necesariamente reflejan los puntos de vista de la Agencia para el Desarrollo Internacional de los Estados Unidos.

Otros títulos en la serie *InSight* de ACCIÓN incluyen:

InSight 1: Marco de ACCIÓN para la Evaluación de la Pobreza

InSight 2: Perfil Económico para 15 MicroKing Clientes en Zimbabwe

InSight 3: Como hacer que las microfinanzas sean transparentes: Artículo de Políticas de ACCIÓN sobre la Transparencia.

InSight 4: Construyendo Vivienda para los Pobres – Un Ladrillo a la Vez Crédito para el Mejoramiento de Vivienda en Mibanco

InSight 5: Hallazgos del Análisis de Pobreza: Mibanco, Perú

InSight 6: El Modelo de Compañía de Servicio: Una Nueva Estrategia para los Bancos Comerciales en Microfinanzas

InSight 7: Inteligencia del Mercado: Cómo lograr que la Investigación del Mercado Funcione para las Microfinanzas

InSight 8: ACCIÓN Hallazgos del Análisis de la Pobreza: SOGESOL, Haití

InSight 9: El Sistema PortaCredit de ACCIÓN: Tecnología para aumentar la eficiencia de las instituciones microfinanzas

InSight 10: Impulsando el Impacto de las Remesas a través de Productos Microfinancieros: Perspectivas de Investigación de Mercado

InSight 11: Experiencias de ACCIÓN en las Finanzas Rurales en América Latina y África

InSight 12: El Desarrollo de Productos de Microfinanzas de Vivienda en Centroamérica

InSight 13: ACCIÓN Hallazgos del Análisis de la Pobreza: BancoSol, Bolivia

InSight 14: Capacitación en Habilidades Prácticas para Microempresarios: Las Experiencias de ACCIÓN con el Programa “Diálogo de Gestiones”

InSight 15: Tendiendo un puente sobre el vacío financiero: La experiencia de ACCIÓN con fondos de garantía para instituciones microfinancieras

InSight 16: Instituciones Microfinancieras y Riesgo Cambiario: La Experiencia de los Afiliados Latinoamericanos de ACCION

InSight 17: ACCION Hallazgos del Análisis de la Pobreza: Apoyo Integral, El Salvador

InSight 18: ¿Quién Compra nuestro Papel: Microfinanzas Rompiendo los Mercados de Capital?

InSight 19: Ofreciendo crédito a pequeños productores agrícolas de cultivo único: el caso de Financiera El Comercio

InSight 20: Capacitación Financieramente Viable para Microempresarios: El Modelo de Negocios de ACCION –Diálogo de Gestiones

InSight 21: Dimensionando las Microfinanzas para Vivienda: Un estudio entre los Afiliados de ACCION en Latinoamérica



MICROFINANCE CRACKING THE CAPITAL MARKETS II

March 19–20, 2007
The Waldorf-Astoria, New York

Este *InSight* fue escrito por Rekha Reddy, Director Senior, Investigación y Política, y editado por Elisabeth Rhyne con base en discursos y presentaciones de la conferencia "Microfinanzas Penetrando los Mercados de Capital II". El autor quiere agradecer a Hannah Caldwell Henderson, Todd Farrington, Amelia Kuklewicz y a Robin Ratcliffe, todos ellos de ACCION International, por sus valiosos comentarios. El programa de la conferencia y todas las presentaciones en Power Popint están disponibles en

http://www.accion.org/cracking_the_capital_markets.asp

Panelistas y Ponentes

Robert Annibale, *Director Global de Microfinanzas, Citigroup.*

Bob Assenberg, *Director Administrativo Encargado, Triodos.*

Dirk Brouwer, *Executive Director, Catalyst Microfinance Investors*

Scott Budde, *Director Administrativo, Jefe de Inversión Social & Comunitaria , TIAA-CREF.*

Lauren Burnhill, *Vicepresidente Senior Mercados y Servicios Financieros, ACCION International*

Shafiqul Haque Choudhury, *Presidente Ejecutivo, Catalyst Microfinance Investors.*

Paul D. Christensen, *Presidente, ShoreCap Management Ltd.*

Jean-Philippe de Schrevel, *Director Administrativo & Fundador, Blue Orchard Finance*

Deborah Drake, *Cordinatora, Council of Microfinance Equity Funds*

Martin D. Essenburg, *Director Global de Titularización de Activos, Standard Chartered Bank*

Padre Seamus Finn, *Gerente del Fondo, Oblatos Misioneros de María Inmaculada*

John Fischer, *Vicepresidente, ACCION Investment Management Company LLC (AIMCO)*

David FitzHerbert, *Socio Administrativo, The Gray Ghost Fund*

Vikram Gandhi, *Director Administrativo & Director Global del Grupo de Instituciones Financieras, Credit Suisse*

Michael Hokenson, *Director Administrativo, Minlam Asset Management LLC*

James Magowan, *Managing Director, Housing MicroFinance, LLC*

James Mwangi, *Gerente General, Equity Bank*

Brian Koeller, *Gerente de Riesgos, Oficina del Tesorero, State Street Corporation*

Gary Kochubka, *Director, Financiación Estructurada de Mercados Emergentes, Standard & Poor's*

Vivian Kotun, *Vicepresidente Asistente, Deutsche Bank*

Nicolas Krauss, *The Boston Consulting Group*

Elizabeth Littlefield, *Director, Banco Mundial, y Gerente General, Grupo Consultor para Ayuda a los Pobres*

Jeffrey T.S. MacDonagh, *SRI Portfolio Investments, Domini Social Investments*

Maria Otero, *Presidente y Gerente General, ACCION International*

Leslie Rahl, *Presidente, Capital Market Risk Advisors*

Michael Rauenhorst, *MGR Foundation*

Alex Silva, *Director Administrativo, Antares Fund/Omitrix Inc*

Mitchell Strauss, *Director, Política de Créditos, Overseas Private Investment Corporation (OPIC)*

Brad Swanson, *Socio Administrativo, Developing World Markets*

Klaus Tischauser, *Director Administrativo, Responsabilidad, Suiza*

Dr. Ingo Walter, *Director, Global Business Institute, Stern School of Business, New York University*

Robert Weissenstein, *Funcionario de Inversiones en Jefe, Banca Privada Américas, Credit Suisse*

Joost Zuidberg, *Gerente de Productos de Mercados de Capital, Netherlands Development Finance Company (FMO)*