

¿Quién Comprará Nuestro Papel: Microfinanzas Rompiendo los Mercados de Capital?

Las realidades de relacionar las Microfinanzas con los mercados de capital locales e internacionales.

Este InSight fue escrito por Rekha Reddy y Elisabeth Rhyne de ACCION International, con base en charlas y presentaciones de la conferencia "¿Quién comprará nuestro papel?"

Las Microfinanzas necesitan de capital para lograr su objetivo de servir a los millones de personas que carecen de acceso a los servicios financieros. A medida que las Microfinanzas maduran, ¿ganarán las inversiones en Microfinanzas aceptación general en los mercados financieros? De ser así, ¿quién comprará estas inversiones? ¿Tiene sentido pensar que las Microfinanzas podrían convertirse en una nueva clase de activos en Wall Street?

En febrero 5 y 6 de 2006, ACCION International, Corporación Andina de Fomento (CAF) y el Deutsche Bank patrocinaron una conferencia en Nueva York, en conjunto con el socio Developing World Markets. Esta conferencia reunió administradores de fondos, intermediarios inversionistas y practicantes de Microfinanzas para considerar estas preguntas. Los objetivos de esta conferencia fueron informar a los mercados de capital acerca de los tipos de ofertas que suministran las microfinanzas e identificar los desafíos restantes. Esta edición de InSight discute los principales aspectos de la conferencia. Describe casos exitosos de financiación de deuda y patrimonio en microfinanzas, a nivel tanto internacional como local. Este informe también discute limitaciones y oportunidades para la industria de microfinanzas, a medida que avanza hacia los mercados de capital.

I. ¿Qué es lo que se está vendiendo? Categorías de inversiones en microfinanzas.

Las instituciones más avanzadas en la industria de microfinanzas están ya teniendo acceso a los mercados de capital nacionales e internacionales para financiar sus portafolios.

Tabla 1. Ejemplos presentados: Aspectos micro financieros del mercado de capital

Tipos de financiación	Ejemplos
Bonos locales	Compartamos in Mexico Mibanco en Peru Women's World Banking (WWB) Cali en Colombia
Deuda internacional	Blue Orchard Microfinance Securities I Calvert Community Investment Notes Deutsche Bank Start-Up Loan Fund Deutsche Bank Microcredit Development Fund Global Commercial Microfinance Consortium Global Partnerships Microfinance Notes
Fondos de inversión	ACCION Investments Opportunity International Balkan Fund ProFund

Estas instituciones microfinancieras (IMFs) son capaces de absorber inversión comercial en microfinanzas y son atractivas para los inversionistas. Utilizan estrategias de financiación que pueden ser comunes en los mercados de capital pero que son relativamente nuevas en la industria de microfinanzas.

II. Actuando localmente: Casos exitosos de emisiones de bonos en mercados de capital domésticos.

El mercado doméstico es el mercado natural para las instituciones microfinancieras para obtener fondos, por varias razones:

- La financiación es en la moneda local, sin ninguna necesidad de protegerse contra riesgos de moneda.
- Los jugadores en el mercado local con frecuencia están familiarizados con las microfinanzas y en algunos casos ya reconocen instituciones microfinancieras específicas.
- Con pocas inversiones ofrecidas para los inversionistas locales, las instituciones microfinancieras pueden verse relativamente atractivas.
- Los mercados locales pueden acomodar los relativamente bajos valores de financiación requeridos por las IMFs (mientras que los mercados de capital internacionales requieren de un mayor tamaño).

Por otro lado, los mercados de bonos no se encuentran bien desarrollados en muchos de los países en donde operan las microfinanzas, y los mercados locales no cuentan con la categoría de inversionistas socialmente responsables que las IMFs gustan utilizar en los mercados internacionales.

Tres casos en los cuales instituciones microfinancieras emitieron bonos exitosamente, los cuales fueron comprados por inversionistas en sus países de origen, incluyen Financiera Compartamos en México, WWB Cali en Colombia, y Mibanco en Perú.

¿Qué instituciones de microfinanzas están listas para inversión comercial?

“No todas las instituciones microfinancieras están listas para tener acceso a los mercados de capital. Existen instituciones que aún son nuevas y necesitan de asistencia técnica o de garantías para mejorar su gobernación y sus operaciones diarias. Pero existen instituciones en la parte superior del sector de microfinanzas que necesitan de inversión y son atractivas para los inversionistas. Estas son las instituciones de las que estamos hablando hoy, las cuales son capaces de absorber inversiones en términos comerciales competitivos. Estos primeros participantes ayudarán a la industria de microfinanzas a evolucionar.”

María Otero, ACCION International

¿Por qué emitir bonos?

En todos los casos, las instituciones microfinancieras emitieron bonos con el fin de disminuir sus costos financieros y cumplir con los requerimientos de capital para financiar sus portafolios de préstamo.

Compartamos.

Esta compañía financiera mexicana (SOFOL) tenía dos fuentes de financiación antes de decidir emitir bonos: prestamistas extranjeros, tales como fondos de microfinanzas internacionales y multilaterales, y líneas de crédito con bancos mexicanos locales, la mayoría de ellos muy costosos

y con altos requerimientos de garantía. Compartamos estaba buscando nuevos prestamistas y deseaba ejercer presión sobre los existentes para que ofrecieran mejores condiciones.

Mibanco.

Mibanco, un banco comercial peruano, contaba con fuentes de financiación que estaban concentradas en el sector bancario, y deseaba diversificar estas fuentes. También deseaba obtener mejores tasas de interés y plazos más largos. La decisión de Mibanco estaba también orientada a cambiar la percepción de los inversionistas en el Perú acerca del nivel de riesgo en el sector de las microfinanzas.

WWB Cali.

WWB Cali, una institución microfinanciera sin ánimo de lucro y no-regulada, deseaba una financiación a más largo plazo, al igual que diversificar su financiación más allá de sus fuentes bancarias tradicionales. Las condiciones favorables de los mercados financieros colombianos convencieron a la institución para que emitiera bonos.

La tabla 2 resume los principales componentes de cada emisión de bonos de estas instituciones.

Tabla 2: Emisión local de bonos de tres importantes instituciones microfinancieras.

	Compartamos	Mibanco	WWB Cali
Tipo de institución	Compañía de financiación al consumidor (SOFOL)	Banco comercial	ONG
Año de primera emisión	2002	2002	2005
Número de emisiones	5	3	1
Total deuda pública colocada	US\$68 millones	US\$14.5 millones	US\$52 millones
Agente calificador	Standard & Poor's Mexico	Class y Asociados y Equilibrio	Duff & Phelps (Fitch) Colombia

Experiencias con calificaciones locales.

Compartamos.

La oficina calificadora centroamericana de Standard & Poor's (S&P) calificó las emisiones de bonos de Compartamos utilizando su escala nacional de México en lugar de una escala internacional (esto es asumiendo que los inversionistas serían mexicanos). S&P no contaba con una metodología a la medida de las microfinanzas y fue la primera experiencia que la compañía tuvo calificando una institución de microfinanzas. S&P notó las características de la institución que eran específicas para las microfinanzas, tales como su utilización de la metodología de préstamos de grupo, los relativamente pequeños préstamos y el énfasis en el deseo de pagar en lugar de una garantía. S&P también notó que la competencia era actualmente baja pero que el mercado mexicano de microfinanzas tenía bajas barreras para entrada. También notó que la estructura legal actual de Compartamos (SOFOL) colocaba ciertas restricciones sobre su crecimiento. No obstante, S&P se vio impresionado por el portafolio diversificado de las IMFs; la más reciente emisión de Compartamos con su garantía IFC recibió una calificación MXAA (AA mexicana).

Mibanco

Mibanco debió solicitar dos calificaciones para cumplir con los requerimientos regulatorios del Perú. Contrató las agencias peruanas de Pacific Credit Ratings, Class y Asociados y Equilibrio. Ambas calificaciones están incluidas en la Tabla 3. Las dos agencias calificadoras dieron a las primeras dos emisiones de bonos la misma calificación, AA, lo cual muestra la alta capacidad de repago. No obstante, las calificaciones para la tercera emisión fueron diferentes: Class y Asociados dio una clasificación AA- mientras que Equilibrio la calificó A+.

WWB Cali

Raters Duff & Phelps (Fitch) en Colombia calificó la emisión de bonos de WWB Cali. Duff & Phelps tenía algunas preocupaciones acerca de WWB Cali. La institución era una ONG y una entidad crediticia no sujeta a regulaciones. No tenía accionistas, lo cual significaba que ninguna persona con "bolsillos hondos" estaría disponible para apoyar a la institución en caso de dificultades. Finalmente, la metodología de préstamos de la IMF era motivo de preocupación para los calificadores, ya que WWB prestaba fondos a individuos sin garantía.

Al igual que S&P, Duff & Phelps no contaba con una metodología específica de calificación para IMFs y comparaba al afiliado de WWB con otras instituciones financieras. WWB Cali se comportaba favorablemente en relación con el general de las instituciones financieras en Colombia. El proceso de calificación de WWB Cali se inició dentro de un entorno de severo decaimiento económico en 2002-2003. A pesar de que las tasas para préstamos vencidos se dispararon en el sector bancario, los préstamos vencidos para WWB disminuyeron en la realidad. Los rendimientos sobre activos de WWB Cali eran también muy superiores a los del sector bancario. Duff & Phelps veía favorablemente la sólida administración y la estricta autorregulación de WWB Cali, y con el acuerdo de fideicomiso descrito más abajo otorgó a la emisión de bonos una calificación de AA+.

¿Cómo puede el acceso a los mercados de capital traducirse en menores costos para los empresarios?

El objetivo del acceso por parte de las IMFs al mercado de capitales es reducir sus costos de capital. Compartamos obtuvo rendimientos sobre su primera emisión que representaron un importante ahorro de 450 puntos base sobre el costo de las líneas locales de crédito comercial. Esta reducción le ha permitido a Compartamos lanzar iniciativas para reducir costos y mejorar el servicio para sus clientes, tales como absorber los costos de las pólizas de seguro de vida para sus clientes.

Mibanco también redujo sus costos financieros. Sus gerentes notaron que pagan una tasa del 10% sobre depósitos de individuos, pero solamente 5.5% sobre fondos obtenidos en el mercado de capital. Esta reducción en costos le ha permitido a Mibanco reducir las tasas de interés cobradas a los clientes en más del 7%.

Después de su emisión de bonos, los costos promedio de financiación de WWB Cali disminuyeron mientras que su tiempo de financiación aumentó. Con anterioridad a la emisión de bonos, paga aproximadamente el 14% sobre deuda, con un vencimiento promedio de 2.2 años. Después de la emisión, su costo promedio de financiación disminuyó en 360 puntos base, mientras que el período de vencimiento promedio aumentó a 3.2 años.

Clara Serra de Akerman de WWB Cali anotó que desde que los costos de financiación se redujeron, WWB Cali ha disminuido sus tasas de interés también.

Tabla 3: Condiciones para financiación de bonos

Número de emisión / año de emisión	Valor colocado (US\$ millones)	Valor colocado/valor solicitado (# de veces sobre-suscrito)	Cupón	Término (años)	Calificación	Mejoría crediticia
Compartamos						
1/2002	10.0	1.0	90 días CETES +250 bp ¹	3	MX A+	Ninguna
2/2002	5.0	1.0	90 días CETES+250 bp	3.25	MX A+	Ninguna
3/2003	5.0	1.0	90 días CETES+290 bp	3	MX A+	Ninguna
4/2004	16.6	0.95	28 d TIEE+ 150 bp	5	MXAA	Si (34%-IFC)
5/2005	31.0	3.0	28 d TIEE+ 117 bp ²	5	MXAA	Si (34%-IFC)
Mibanco						
1/2002	5.8	1.1	12%	2	AA& AA* ³	Si (50%-USAID)
2/2003	5.8	2.3	5.75%	2.25	AA& AA	Si (50%-CAF)
3/2003	2.9	1.7	5.75%	1.5	AA-&A+	Ninguna
WWB Cali						
1/2005	20.0	1.87	10.78%	3	AA+	Ninguna
1/2005	10.0		CPI+5.5 ⁴ %	5		Ninguna
1/2005	22.0	3.15	CPI+3.4%	6	AA+	Ninguna

Fuente: Presentaciones por Rafael Llosa (Mibanco), Fernando Alvarez Toca (Compartamos), Clara Serra de Akerman (WWB), y *Small Enterprise Development* "The Financing of Microfinance" marzo 2005

¹Todas las emisiones han sido hechas usando tasas variables relativas al CETES o TIEE (bonos del gobierno Mexicano). El costo final de la primera emisión de Compartamos fue de 13.08 por ciento, incluyendo todos los impuestos y comisiones.

²Aunque la tasa para la quinta emisión fue de TIEE+117 puntos base, el spread con todos los costos (incluyendo el costo de la garantía del IFC) es de alrededor de TIEE+200 puntos base. Esto igualmente aplica a la cuarta emisión, que también tuvo una garantía del IFC.

³Mibanco tuvo que solicitar dos diferentes calificaciones para cumplir con los requerimientos regulatorios peruanos. La primera calificación que aparece en la tabla fue dada por Class & Asociados. La segunda calificación fue hecha por Equilibrio.

⁴Bonos con un periodo de 1-3 años tienen una tasa de interés fija, mientras que la tasa de interés en bonos con una vida mayor a cinco años es ajustada de acuerdo a la inflación en Colombia (IPC).

El papel de las mejoras crediticias en las emisiones de bonos domésticos.

En cada uno de estos casos, las instituciones decidieron utilizar mecanismos de mitigación de riesgos para disminuir los riesgos de sus emisiones de bonos. Compartamos y Mibanco compraron mejorías crediticias que le permitieron acudir a nuevos grupos de inversionistas que anteriormente no habían estado dispuestos a invertir en microfinanzas. También se utilizaron mejorías como una forma de reducir los costos de prestar dinero, aunque la compra de una mejoría crediticia representa un costo para la IMF. La evolución de las emisiones de bonos en el tiempo se presenta en la Tabla 3.

Compartamos

Compartamos no adquirió una garantía para sus primeras tres ofertas, las cuales fueron vendidas principalmente a clientes de la banca privada. No obstante, para sus siguientes emisiones Compartamos compró una garantía IFC que actuó como una garantía del 34% para las emisiones. Esta garantía le permitió a los fondos pensionales invertir en las emisiones de Compartamos debido a que aumentó la calificación de las emisiones de bonos a AA. A pesar de que Compartamos tenía la calificación mínima requerida por el mercado sin la mejoría, los fondos pensionales se preocupaban acerca de la posibilidad de un desmejoramiento, y sin la calificación AA era poco probable que hicieran la inversión.

Mibanco

En su primera oferta, Mibanco solicitó un 50% de USAID sobre capital. Aun así, pagó una tasa de interés relativamente elevada sobre su primera emisión, en parte debido a la falta de familiaridad de los mercados de capital con las microfinanzas. Para su segunda emisión de bonos, Mibanco solicitó una garantía del 50% de CAF y su tasa de interés cayó a medida que los inversionistas se sintieron más cómodos.

WWB Cali

WWB Cali recibió una oferta para mejorías crediticias, pero consideró que su calificación de AA+ de Duff & Phelps para deudas a largo plazo era lo suficientemente alta para no tener que incurrir en el costo adicional de las mejorías crediticias, aun para su oferta inicial. Ya que WWB Cali no está regulada por la Superintendencia Bancaria, estructuró el bono para incluir la figura de un "fideicomiso fiduciario" que haría seguimiento a la liquidez y a los indicadores de solvencia, a la calidad del portafolio y a la eficiencia operativa, entre otros indicadores. FiduCorfinsura, una compañía de servicios fiduciarios colombiana, hizo seguimiento a los indicadores y los publicó como lo hace la Superintendencia Bancaria.

Cómo se vendió la deuda de microfinanzas a los inversionistas locales.

Cada una de estas tres instituciones microfinancieras fue la primera en su país en emitir deuda pública, en momentos en que las microfinanzas eran relativamente desconocidas para los mercados de capital. Las instituciones montaron presentaciones para educar a los inversionistas potenciales acerca de las características de sus ofertas. La demanda aumentó a medida que los inversionistas locales se familiarizaban con las instituciones de microfinanzas con cada siguiente oferta. Adicionalmente, la necesidad de mejorías crediticias disminuyó y las tasas de interés o los pagos de cupones pagados a los inversionistas se redujeron con el tiempo.

A pesar de lo nuevo de las microfinanzas, cada emisión era plenamente suscrita localmente, en muchos casos sobre-suscrita, por los inversionistas en moneda local. La distribución de la colocación de estos bonos se presenta en la Tabla 4.

Tabla 4: ¿Quién compró estos bonos de microfinanzas?

Número de emisión/año de emisión	Distribución de inversionistas en bonos de microfinanzas
Compartamos (Mexico)	
1/2002	Inversionistas individuales (70%), inversionistas institucionales (30%)
2/2002	Inversionistas individuales (50%), inversionistas institucionales (50%)
3/2003	Inversionistas individuales (100%)
4/2004	Inversionistas individuales (60%), inversionistas institucionales (40%)
5/2005	Inversionistas individuales (30%), inversionistas institucionales (70%)
Mibanco (Peru)	
1/2002	Fondos pensionales (83%) y fondos mutuos (17%)
2/2003	Fondos pensionales (26%), fondos mutuos (33%), entidades públicas (29%), bancos (10%), y compañías de seguros (3%)
3/2003	Fondos pensionales (20%), fondos mutuos 21%), y entidades públicas (59%)
WWB Cali (Colombia)	
1/2005	Fondos pensionales (31%), instituciones financieras (24%), corredores (37%), otros (8%)
2/2005	Fondos pensionales (17%), instituciones financieras (42%) fondos del fideicomiso (19%), y otros (22%)

Fuente: Presentaciones por Rafael Llosa (Mibanco), Fernando Álvarez Toca (Compartamos), Clara Serra de Akerman (WWB), y *Small Enterprise Development* "The Financing of Microfinance" marzo 2005

Compartamos

Para Compartamos, las colocaciones privadas eran un punto importante de inicio. Sus primeras tres emisiones se vendieron a través de colocaciones privadas por parte de una firma de corredores de propiedad de Banamex Citigroup. La mayor parte de los inversionistas en esta etapa eran individuos (el 70% en la primera emisión). La garantía IFC le permitió a Compartamos hacer una colocación pública en sus últimas dos emisiones, dirigiendo los bonos a inversionistas institucionales con una menor tolerancia para riesgo que los individuos. A pesar de que los inversionistas fueron lentos en aceptar esta cuarta emisión, Compartamos recibió ayuda de la revista *Latin Finance*, la cual llamó al bono el "mejor estructurado" en Latinoamérica. Su quinta emisión se sobre-suscribió tres veces, con un 70% de la oferta siendo comprada por inversionistas institucionales.

Mibanco

Aun después de sus presentaciones, la tasa de interés del 12% de Mibanco en su primera emisión fue mucho más alta que lo esperado, considerando que la emisión tenía una mejoría crediticia. La gran mayoría de la primera emisión fue comprada por fondos pensionales, el resto por fondos mutuos. La segunda emisión fue recibida positivamente a medida que los mercados locales se familiarizaban con los bonos; la tasa de interés bajó al 5%. Para la segunda emisión, los fondos mutuos y los fondos pensionales continuaron comprando una mayoría de los bonos, pero se les unieron entidades públicas y otros bancos. Para su tercera emisión, que no contaba con una

mejoría crediticia, la demanda resultó ser tan saludable que Mibanco colocó un límite de no más de US \$3 millones por inversionista institucional. Las entidades públicas compraron el 59% de la emisión, los fondos pensionales y los fondos mutuos el resto.

WWB Cali

El primer tramo que WWB Cali ofreció fue comprado por una combinación de corredores, bancos que habían financiado a la ONGs en el pasado, fondos pensionales, inversionistas individuales y otros. Esta composición de inversionistas fue diferente en el segundo tramo: el bono fue comprado por instituciones financieras, fondos de fideicomiso, fondos pensionales, inversionistas individuales y otros. Por tanto, se continuaba avanzando hacia nuevos y más inversionistas institucionales.

Dos firmas de inversionistas locales que consideraron emisiones de deuda local en microfinanzas

GBM Investment Funds, México

GBM es una firma mexicana de corredores que administra alrededor de \$2 mil millones en inversiones. Después de asistir a la presentación de Compartamos, los gerentes de GBM discutieron a Compartamos internamente. GBM veía a Compartamos como una sólida oportunidad de inversión debido a la garantía IFC sobre el 35% del capital, la alta calificación local, los saludables índices financieros (calidad de activos, rendimientos sobre activos y patrimonio neto básico) y su sólido desempeño en relación con otros sectores durante épocas difíciles para la macroeconomía mexicana. A pesar de que GBM ofertó durante la quinta emisión de Compartamos, la demanda por esta emisión excedió la oferta, con lo que la propuesta quedo fuera de rango.

AFP Integral, Perú

AFP Integral es uno de los grandes inversionistas en el Perú. Cuando Mibanco entró a los mercados de capital, AFP no tenía ninguna experiencia con microfinanzas. No obstante, Mibanco ofrecía tarifas decentes, no existía riesgo monetario, y la economía peruana estaba en buena forma. La mejoría crediticia de USAID añadió un mayor elemento de confianza, asegurando una sólida calificación de riesgo. La emisión se estructuró para ser atractiva, con un corto período de vencimiento (dos años) y un rendimiento del 12%, lo cual estaba más de 362 puntos base por encima de la tasa de interés para bonos del gobierno. AFP consideraba sólido el balance general de Mibanco y se vio bien impresionado con el índice de repago de las microempresas en relación con los negocios atendidos por el sector bancario tradicional. Finalmente, los analistas de AFP estaban también bien impresionados con la creciente participación de Mibanco en el mercado, en lo que veían como una industria creciente. Adicionalmente, ya que AFP no había anteriormente invertido en microfinanzas, la inversión ayudaría a diversificar su portafolio.

Un problema para AFP era que, a US \$6 millones, el bono de Mibanco era relativamente pequeño. Por ley, AFP no podía comprar más de la mitad de la emisión. Mibanco ha pagado exitosamente el bono y AFP espera comprar futuras emisiones.

Tener éxito en los mercados de deuda local.

Compartamos, Mibanco y WWB Cali avanzaron en forma importante en la mejoría de sus términos de financiación. Las múltiples emisiones de bonos para estas tres instituciones obtuvieron millones de dólares, a un menor costo de financiero que sus anteriores fuentes de crédito. Cada institución redujo la tasa de interés que pagaba a los inversionistas, alargando la

vigencia del préstamo a través de emisiones sucesivas. En algunos casos lograron alejarse de la necesidad de comprar una mejoría crediticia, o procuraron atraer inversionistas institucionales.

IV. Beneficiándose de los mercados de deuda internacional

Debido a que los mercados de deuda internacional son tan enormes, el apetito internacional por la compra de deuda de instituciones microfinancieras potencialmente excede el apetito local, por mucho. No obstante, el principal desafío no es uno de escala sino que es ofrecer estructuras que respondan a los requerimientos de los inversionistas internacionales. Estos desafíos incluyen:

- Pequeña escala de financiación requerida por cualquier IMF en relación con otras oportunidades de inversión.
- Riesgo de país.
- Riesgo cambiario.
- Falta de familiaridad con las microfinanzas en general y con IMFs específicas, y escasez de fuentes de información bien entendidas.
- Requerimientos por parte de inversionistas institucionales para limitar las inversiones a emisiones con muy altas calificaciones.

En respuesta a estos desafíos, algunas organizaciones activas en los mercados internacionales han creado instrumentos financieros tales como fondos de préstamos y opciones estructuradas de deuda garantizada (CDOs) en los cuales los inversionistas compran en un conglomerado de préstamos hechos a las IMFs.

Tabla 5: Transacciones que involucran deuda internacional en microfinanzas.

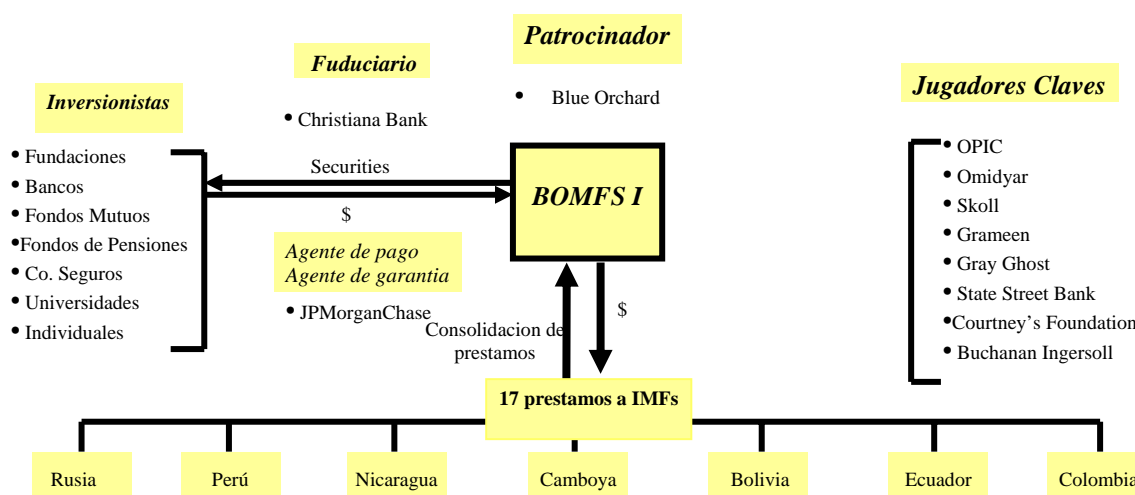
Nombre	Fecha de inicio	Descripción
Blue Orchard Microfinance Securities I	2004	US\$87 millones en préstamos a 17 IMFs en Latinoamérica, Europa Oriental y Asia Sur Oriental,
Deutsche Bank Microcredit Development Fund	1998	Los préstamos se utilizan para apalancar capitales de instituciones financieras locales, con una tasa de por lo menos 2:1; el portafolio activo a finales de 2005 era de US \$3 millones.
Deutsche Bank Start-Up Loan Fund	2005	Nuevo fondo orientado hacia instituciones microfinancieras comercialmente viables en sus primeras etapas.
Global Partnerships Microfinance Notes	2005	Piloto de US\$2 millones respaldado por préstamos a IMFs en América Central
Global Comercial Microfinance Consortium	2005	US\$60.5 millones en pagarés de tasa flotante (con una garantía de USAID de US\$15 millones) y patrimonio de US\$15.25 millones.

Casos de seguros de deuda en mercados internacionales de capital.

Blue Orchard Microfinance Securities I

La emisión de deuda internacional más conocida para microfinanzas a la fecha fue estructurada por Blue Orchard Finance, una firma de consultoría suiza de inversiones en microfinanzas que se especialista en la administración de fondos de inversión dedicados a la industria de microfinanzas, y por Developing World Markets, un banco de inversión con orientación social. Esta transacción, que se muestra en la Figura 1, dirigió US \$40 millones de 90 inversionistas a nueve instituciones microfinancieras. El elemento clave en el éxito de esta emisión fue un sistema de niveles que permitió a diferentes clases de inversionistas asumir diferentes niveles de riesgo. Existían cinco tramos: un tramo patrimonial, tres tramos subordinados (con valor de Tesorería de los Estados Unidos + 2.5%) y pagarés senior con una garantía OPIC (Overseas Private Investment Corporation) del 75% (Tesorería de los Estados Unidos + 1.5%). Los inversionistas iban desde individuos hasta fondos pensionales, con inversionistas socialmente responsables, fundaciones y entidades sin ánimo de lucro asumiendo los niveles menos privilegiados.

Figura 1: BlueOrchard Microfinance Securities I



Fuente: Peter Johnson, Developing World Markets.

Además de OPIC, quien suministró la mejoría crediticia para esta transacción, otros participantes claves en esta transacción incluyeron al Fondo Omidyar Network, la Fundación Skoll, Grameen Foundation USA y Courtney's Foundation, los cuales hicieron inversiones de capital con Blue Orchard y Developing World Markets. Gray Ghost Microfinance Fund y State Street Bank compraron pagarés subordinados. Buchanan Ingersoll actuó como registrador.

El fondo para préstamos iniciales del Deutsche Bank y el fondo de desarrollo de micro créditos del Deutsche Bank

Estos dos fondos representan los primeros ejemplos de inversiones a pequeña escala que fueron principalmente vendidas a los clientes de banca privada del Deutsche Bank. El fondo para préstamos iniciales presta capital a instituciones microfinancieras comercialmente viables en sus primeras etapas. El objetivo de este fondo es identificar instituciones microfinancieras que operan en áreas no-privilegiadas, en conjunto con recursos apalancados. Este voto de confianza pretendía atraer inversionistas locales hacia la institución.

El Fondo de Desarrollo de Microcrédito hace préstamos a instituciones microfinancieras para apalancar capital de instituciones financieras locales, apuntando a una relación de por lo menos 2:1. Esto facilita las relaciones entre instituciones microfinancieras e instituciones financieras locales, y busca que las IMF's obtengan sostenibilidad comercial.

Los pagarés de microfinanzas para sociedades globales

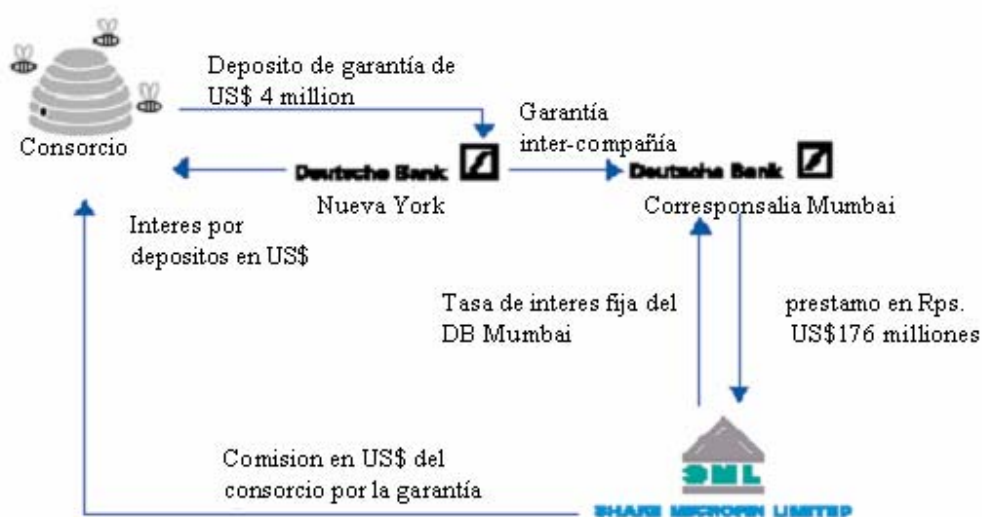
Este fondo hace préstamos a instituciones microfinancieras en Centroamérica, las cuales entonces prestan a los clientes. Fue creado con la asesoría de Developing World Markets y es manejado por Global Partnerships, una ONG establecida en Seattle, Estados- Unidos. Los activos del fondo consisten en préstamos a IMF's con períodos máximos de vencimiento de cinco años y en efectivo. IMF's en Guatemala y El Salvador fueron vetadas por Global Partnerships y por un comité independiente de inversiones. El fondo asciende a un total de US 2 millones en septiembre del 2005. 10% del fondo es en forma de patrimonio suministrado por Global Partnerships. El resto del fondo es deuda: 10% en forma de pagarés subordinados para inversionistas y el restante 80% en forma de pagarés senior para inversionistas.

Global Commercial Microfinance Consortium

Este Consorcio, administrado y patrocinado por el Deutsche Bank, facilita acceso a capital para IMF's con enfoque comercial, en moneda local. La estructura del capital consiste en US \$ 60.5 millones en pagarés con tasa flotante (con una garantía de USAID de US \$15 millones) y patrimonio de US \$15.25 millones. En noviembre de 2005, el 40% del fondo del consorcio (alrededor de US \$30 millones) había sido aprobado para colocación en África, Asia, Europa y Latinoamérica por el comité de inversión del consorcio. Existen 18 socios inversionistas además del Deutsche Bank, incluyendo a DFID, Gray Ghost, y Merrill Lynch.

La Figura 2 muestra una transacción representativa del Consorcio de Microfinanzas en el cual se financió una institución hindú. La oficina de Mumbai del Deutsche Bank ofreció a Share Microfin Limited un préstamo de Rps. 176 millones (US \$4.2 millones) durante cinco años. El Deutsche Bank de Nueva York utilizó una garantía inter-compañía que le permitió al Deutsche Bank en India emitir moneda local a la IMF.

Figura 2: Muestra de Transacción en el Consorcio de Microfinanzas.



Fuente: David Gough, Deutsche Bank

Tabla 6: Inversionistas internacionales selectos en microfinanzas.

	Portafolio total	Portafolio dedicado a microfinanzas	Inversiones en microfinanzas
Calvert Community Investment Notes	US\$83 millones	US\$25.5 millones	Microfinance Consortium, Blue Orchard Securities, y otros
Church Pension Fund	US\$8,800 millones	US\$15 millones	Tramo de deuda senior de Microfinance Consortium

Fundación Calvert

La Fundación Calvert maneja un portafolio de inversión de la comunidad de \$83 millones e invierte el 31% (\$ 25 millones) en microfinanzas. De estos \$25 millones, aproximadamente \$21 millones se prestan a intermediarios americanos y europeos, mientras que el resto se utiliza como préstamos directos garantías de préstamos para IMFs. Calvert también financia fondos de inversión especializados de microfinanzas. Las transacciones estructuradas y las titularizaciones se han convertido en un porcentaje importante del portafolio de Calvert en un corto tiempo. Calvert invirtió tanto en la titularización de Blue Orchard como en el Consorcio de Microfinanzas.

Fondo Pensional Church

El Fondo Pensional Church fue establecido en 1914 por la Iglesia Episcopal para administrar el fondo pensional de los empleados de la Iglesia, y para propósitos financieros relacionados. El fondo maneja actualmente \$ 8,800 millones de dólares en todas las clases de activos, habiendo comenzado sus inversiones sociales en el 2000. La mayor parte de la inversión social hasta el momento ha sido en finca raíz, en proyectos para redesarrollo urbano. Basada en su experiencia en inversiones socialmente responsables en finca raíz, la Iglesia solicitó al fondo buscar oportunidades para inversión social en los mercados emergentes. La mayor parte no cumplieron con los requerimientos del fondo en relación con riesgos/rendimientos (obligatorios bajo la ley americana en relación con la administración prudente de los fondos pensionales), con la excepción de Global Commercial Microfinance Consortium en donde el fondo actualmente invierte \$15 millones.

V. ¿Y del patrimonio, qué?

La financiación internacional para las microfinanzas también toma la forma de patrimonio. El patrimonio es particularmente importante para las IMFs ya que suministra la base para solvencia institucional y el cumplimiento con normas regulatorias para idoneidad de capital, los cimientos sobre los cuales puede obtenerse deuda, y propiedad. Debido a sus altos riesgos y a sus requerimientos para participación activa a nivel de gobernación, la inversión de capital en microfinanzas a la fecha se ha venido suministrando a través de fondos especializados de inversión con inversionistas principalmente del sector privado o inversionistas privados socialmente responsables.

Tabla 7: Ejemplos de fondos privados de inversión especializados en microfinanzas.

Nombre (fecha de inicio)	Capital	Descripción
ACCION Investments (2003)	US\$19.5 millones	Suministra capital social y capital cuasi-social a instituciones que se especializan en microfinanzas, en Latinoamérica, el Caribe y África.
Fondo de inversión del sector financiero de los Balcanes (2005)	€25 millones	Un fondo de inversión privado regional para el sureste de Europa, orientado exclusivamente a la expansión del sector financiero de los Balcanes.
ProFund (1995)	US\$22 millones	Fondo que presta sus servicios a intermediarios financieros enfocados hacia SMEs y Micros en Latinoamérica y el Caribe.

ACCION Investments en microfinanzas

ACCION Investments hace inversiones de capital e inversiones de capital cuasi-social en instituciones de microfinanzas. Uno de los principales objetivos de ACCION Investments es suministrar una directriz estratégica sobre gobernación, percepción y distribución de mejores prácticas, generalmente ocupando un puesto en la junta directiva. En febrero de 2006, ACCION Investments estaba capitalizada en US \$19.5 millones y había invertido un total de US \$12.4 millones en cinco instituciones. Sus inversionistas incluyen entidades gubernamentales tanto multi como bilaterales, al igual que inversionistas privados de los Estados Unidos y Europa, tales como International Finance Corporation (IFC) y el Banco Interamericano de Desarrollo. Una junta directiva de siete miembros que representa a sus más grandes accionistas rige a ACCION Investments.

Fondo de Inversión del Sector Financiero de los Balcanes

El Fondo de Inversión del Sector Financiero de los Balcanes, financiado por la red de microfinanzas Opportunity International, Clive Moody, Anis Kahn y los socios DFE, es un fondo regional privado de inversión para los Balcanes. El fondo de €50 de ocho años logró su primer cierre en diciembre de 2005 en €25 millones. Hasta el momento, una tercera parte de las inversiones vienen de instituciones financieras de desarrollo suizas y alemanas, otra tercera parte de inversionistas especializados orientados hacia las microfinanzas, mientras que el resto viene de inversionistas puramente privados. La mayoría de los inversionistas tienen algún grado de exposición en Europa central y oriental, y algo en microfinanzas. La difusión del fondo incluye a seis IMFs, incluyendo organizaciones sin ánimo de lucro, IMFs transformadas y bancos pequeños locales. Hay planes para invertir plenamente en tres años.

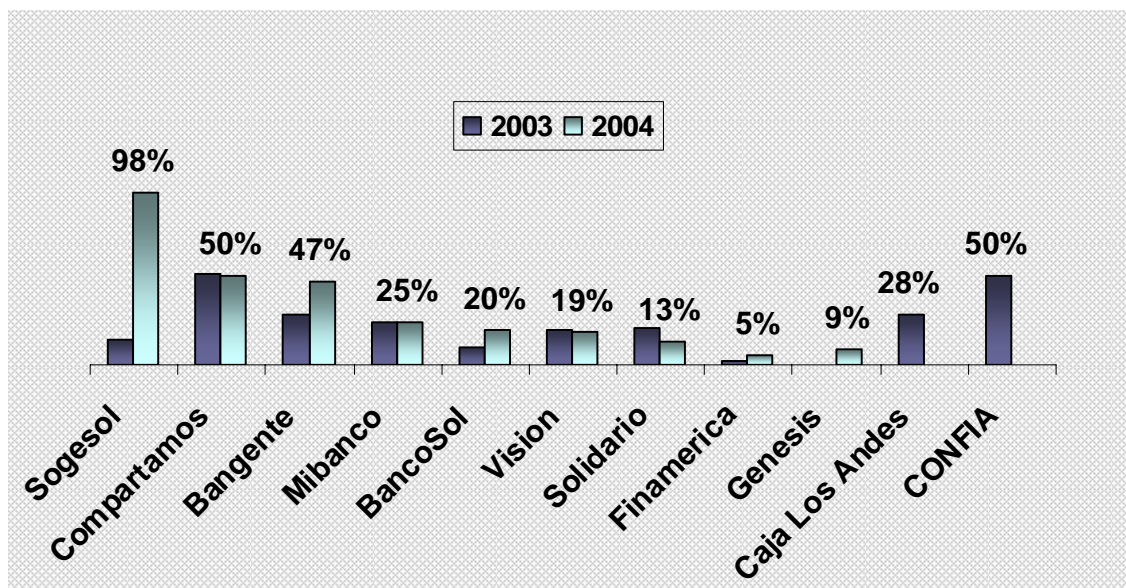
ProFund

ProFund fue el primer fondo de inversión especializado para microfinanzas en operar en términos comerciales en Latinoamérica y el Caribe. El fondo fue capitalizado con US \$22 millones. La mayoría de los accionistas de ProFund eran inversionistas públicos tales como el Secretariado del Estado Suizo, el Banco Interamericano de Desarrollo, CAF e International Finance Corporation, o inversionistas privados socialmente responsables tales como Triodos, Calvert y la fundación Argidius.

La Figura 4 muestra el alcance del rendimiento sobre capital de las inversiones de ProFund. ProFund era un fondo cerrado de vida con un período de cooperación de 10 años desde 1995

hasta 2005. Para el momento en que ProFund había vendido sus posiciones de inversión, cada institución en la cual había invertido era rentable.

Figura 4: IMFs de ProFund: rendimiento sobre capital (US\$)



La tasa interna de rendimiento del flujo de caja de ProFund era 9.1% antes de gastos operativos, 6.6% después. El riesgo era moderado, considerando los riesgos que el fondo tomaba. No obstante, durante ese período de tiempo a muchos inversionistas en Latinoamérica les fue mucho peor. El gerente de ProFund, Alex Silva, comentó: "Cuando el país se va a pique, cuando muchos bancos no están siendo pagados, las microfinanzas aun obtienen sus pagos". A pesar de la dificultad de vender posiciones minoritarias en un intermediario financiero en un país en desarrollo, ProFund logró enajenar todas sus inversiones.

VI. ¿Pueden las microfinanzas convertirse en una clase de activos?

Durante las últimas dos décadas, la financiación para las microfinanzas se ha vuelto más comercial. Una actividad que anteriormente era principalmente financiada a través de concesiones por parte de donantes del sector público, ahora recibe la mayoría de su financiación como deuda y capital de fuentes comerciales y cuasi-comerciales. No obstante, las microfinanzas continúan estando en los límites de los mercados de capital. No han avanzado en forma importante más allá del pequeño nicho de inversionistas socialmente responsable. Entre los ejemplos presentados durante la conferencia, solamente las emisiones de bonos locales han penetrado los mercados principales de sus propios países, y esto utilizando la ayuda de mecanismos de mitigación de riesgos que les ayudaron a introducirlos. En los mercados internacionales, las microfinanzas continúan estando en los bordes de incluso la comunidad socialmente responsable.

Una actividad que anteriormente era principalmente financiada a través de concesiones por parte de donantes del sector público, ahora recibe la mayoría de su financiación como deuda y capital de fuentes comerciales y cuasi-comerciales.

Se están presentando importantes cambios, no obstante, tales como la inversión de US \$15 millones en microfinanzas por el Fondo Pensional Church, quien por ley debe cumplir con elevados estándares de responsabilidad prudente y quien tiene un total de US \$ 8,800 millones bajo su administración. Las microfinanzas pueden aspirar llegar más a fondo

dentro de los mercados de capital representados por el Fondo Pensional Church y Domini Social Investments, quienes son sensibles a aspectos sociales pero siguen las corrientes principales. Para llegar a estos segmentos, las microfinanzas necesitarán convertirse en una clase de activos que sea entendida y aceptada por los mercados. No obstante, las microfinanzas aún deberán enfrentarse a importantes desafíos antes de poder obtener las características de una clase de activo.

Una clase exitosa de activos, atractiva para grandes inversionistas institucionales, aun aquellos que son responsables, debe suministrar a los inversionistas lo siguiente:

- Un perfil apropiado de riesgo-rendimiento.
- Acceso oportuno a información sobre riesgos y rendimientos.
- Una escala adecuada para cubrir los costos de inversión.
- Liquidez - habilidad para los inversionistas de moverse rápidamente dentro y fuera de los títulos valores.

¿Cómo se desempeñan las microfinanzas en cada una de estas categorías?

Riesgos y rendimientos.

Muchas instituciones de microfinanzas son sólidas y capaces de cumplir con su servicio de deuda a una tasa de interés significativa, u ofrecer un rendimiento atractivo sobre capital. No obstante, los riesgos y rendimientos actuales para los inversionistas, especialmente los inversionistas internacionales, se ven complicados por los riesgos cambiarios, los riesgos de país y la necesidad de diversificación. Los costos relacionados con llevar las microfinanzas a los mercados, tales como las tarifas de administración necesarias para estructurar deuda o fondos de inversión, disminuyen los rendimientos para el inversionista final. Las ganancias en eficiencia que disminuyen estos costos, al igual que unas estrategias mejoradas de diversificación de riesgos, podrían llevar las microfinanzas a una frontera aceptable de riesgos/rendimientos.

Información.

La información públicamente disponible acerca de microfinanzas puede ser difícil de obtener para los inversionistas de corriente principal. Según lo indicó un ponente en una conferencia, existen cientos de opiniones en Wall Street acerca de Proctor and Gamble, pero nada públicamente disponible acerca de Mibanco. El Fondo Pensional Church pensó que las microfinanzas representarían una buena inversión desde una perspectiva social y que el Consorcio de Microfinanzas lograría sobrepasar su barrera de riesgo/rendimiento. No obstante, la inversión en el Consorcio requeriría de mucho más tiempo de investigación que las inversiones comparables de US \$15 millones. Se necesitó de influencia de la comunidad de inversión social para lograr que el Fondo Pensional Church aceptara invertir tiempo en esta investigación.

La solución actual a la falta de información es la utilización de mejorías crediticias de fuentes bien conocidas y el empaquetamiento por parte de intermediarios que pueden obtener información. Por ejemplo, como parte de sus esfuerzos para mantener los costos bajos el personal de la Fundación Calvert no viaja mucho ni hace muchas visitas de campo. Una estrategia de Calvert es trabajar con redes de instituciones microfinancieras que pueden ofrecer supervisión en el sitio, apoyo técnico y asistencia mediante concesiones, lo cual le

La solución actual a la falta de información es la utilización de mejorías crediticias de fuentes bien conocidas y el empaquetamiento por parte de intermediarios que pueden obtener información.

permite a Calvert llegar a IMFs nacientes.

A la fecha, las microfinanzas han intentado crear fuentes especializadas de información, tales como el Microfinance Information Exchange, para promover transparencia en la información financiera e imitar las actividades de más fuentes de la corriente central. Se han desarrollado agencias calificadoras especializadas tales, tales como Microrate, por las mismas razones. No obstante, los inversionistas de la corriente principal desean recibir su información de fuentes de esta misma corriente, en las cuales confíen, con quienes interactúen en base regular, y las cuales puedan utilizar para comparar una diversidad de opciones de inversión.

Algunos inversionistas pueden solamente invertir en instituciones cuyos papeles hayan recibido una calificación de una agencia calificadora de la corriente central. Las agencias calificadoras de la corriente central están hasta ahora comenzando a aprender acerca de las microfinanzas. De acuerdo con Elizabeth Littlefield del Grupo Consultor para la Asistencia de los Pobres (CGAP), 240 IMFs han recibido calificaciones a través del fondo de calificación CGAP. Aproximadamente 30-40 de ellas han sido adelantadas por afiliados locales de calificadores de la corriente principal, tales como Standard & Poor's en México, el resto siendo evaluaciones adelantadas por compañías especializadas en calificación de microfinanzas.

Escala.

Las microfinanzas como un todo continúan siendo muy pequeñas en comparación con los mercados financieros internacionales y, por su propia naturaleza, continuarán siendo relativamente pequeñas. Solamente unas pocas de las mayores IMFs son lo suficientemente grandes para comenzar a ser importantes en sus mercados locales de bonos, y algunas de las más importantes a nivel mundial deberán reunirse para lograr aun el mínimo volumen para una emisión internacional de deuda. Las limitaciones de escala incluyen el suministro de IMFs listas para inversión. Un estimativo optimista considera que este número deberá ser de aproximadamente 150, lo cual genera dudas acerca de la capacidad de las microfinanzas para obtener el volumen necesario para convertirse en una verdadera clase de activos. Otro aspecto relacionado con la escala es la estandarización, discutida en la sección sobre titularización más abajo.

Liquidez.

Las inversiones microfinancieras son generalmente ilíquidas. Microfinanzas carece de información sobre operaciones diarias, información acumulada de clientes y distribución de negocios y de ingresos, todo lo cual es necesario para un mercado líquido. Más aun, los inversionistas buscan títulos valores que sean legalmente transferibles. Las mejorías en liquidez serán en gran parte el resultado de los avances en todos los frentes descritos: información, eficiencia y escala.

Titularización.

Una idea especialmente atractiva es que las microfinanzas podrían ser titularizadas en gran parte en la misma forma en que las hipotecas de vivienda, la deuda de tarjetas de crédito y una creciente diversidad de otros activos son empaquetados y vendidos. La titularización es el proceso de reunir un cierto tipo de activos, por ejemplo préstamos micro financieros y la venta de títulos valores respaldados por esos activos a los inversionistas. Peter Johnson de Developing World Markets enumeró algunas de las razones por las cuales los esfuerzos para titularizar los portafolios de préstamos han resultado ser desafiantes:

- *Tamaño de los préstamos:* en algunos países, las instituciones podrían requerir reunir 10,000 micro-préstamos para crear una inversión de valor monetario suficiente para interesar a los inversionistas.
- *Garantizar la oferta o la verdadera venta:* la situación legal de la venta de activos deberá ser delineada con cuidado.
- *Perfeccionamiento del título:* esto es difícil en un país en desarrollo, y aún más a través de los países.
- *Elevada carga administrativa:* Los micro-préstamos son pequeños y por tanto relativamente más costosos de administrar. Más aun, tienden a tener duraciones cortas (4-6 meses), por lo que los activos tienden a rotar rápidamente.
- *Cobros de deudas vencidas:* El papel de servir la deuda es una conexión única entre las instituciones microfinancieras y el prestatario. Si la IMF no fuese ya funcional, el papel del cobro no podría venderse.

Por todas las anteriores razones, la mayor parte de las inversiones involucran préstamos agrupados a IMFs, más que reunir los préstamos subyacentes a los microempresarios para titularización, aunque se han presentado casos recientes de titularización de cuentas por cobrar por concepto de micro-préstamos en Bangladesh y Latinoamérica. Una barrera adicional para la titularización es la diversidad de préstamos micro financieros. En la mayoría de los países existe una gama de metodologías de préstamo - préstamos de grupos de solidaridad, banca en poblaciones, préstamos individuales, etc., con muchas variaciones en sus características específicas. Solamente cuando muchas IMFs están haciendo sustancialmente préstamos similares utilizando marcos legales similares puede considerarse un verdadero mercado en micro-préstamos titularizados. Estas condiciones podrían existir en la India, en donde el avance hacia la titularización ha sido impulsado por el banco ICICI.

VII. Más allá de una inversión socialmente responsable: ¿Qué le depara el futuro a las microfinanzas?

¿Llegarán las microfinanzas a los inversionistas privados internacionales de la corriente principal, o continuarán siendo el dominio de la comunidad de inversión inversionista socialmente responsable? Los ponentes discutieron las direcciones en las cuales ellos consideran el sector avanzará en el futuro.

Tener acceso al capital de inversión internacional de la corriente principal, tal como los fondos mutuos, es un gran desafío para las IMFs - pero existen grandes oportunidades para crecer con fondos de inversión socialmente responsables.

La gran mayoría de la inversión de microfinanzas en los mercados de capital internacionales ha sido hecha por inversionistas socialmente responsables. Aunque esta es una importante fuente de capital, no es tan importante como los aproximadamente \$8 trillones en fondos mutuos. Las microfinanzas no están todavía listas para tener acceso a esta fuente de capital; carecen de fuentes públicas de información y de un proceso diario de asignación de precios a otras opciones de inversión.

Los inversionistas de las primeras etapas encontrarán las oportunidades más atractivas en las microfinanzas.

Los inversionistas iniciales, los primeros actores, tienen acceso a lo mejor de las oportunidades de inversión en microfinanzas. Muchos de los ponentes hablaron de inversiones sólidas en

microfinanzas que están sobre-garantizadas y sub-valoradas, en momentos en que el mercado se familiariza con la industria de las microfinanzas.

La industria de las microfinanzas debe combinar los conocimientos de los calificadores especializados en microfinanzas con la capacidad de los calificadores convencionales de llegar a los inversionistas.

Los inversionistas de la corriente principal con frecuencia necesitan de calificaciones de esta misma corriente, de tal forma que ¿cuál es el papel de los calificadores especializados? Estas calificaciones especializadas para microfinanzas, en ocasiones llamadas calificaciones de "desempeño", son diseñadas a la medida de las instituciones microfinancieras. Damian von Stauffenberg de Microrate anotó que en algunos casos Microrate calificó una IMF en forma independiente a las calificaciones convencionales, su calificación siendo siempre más negativa. Esto ha ocurrido debido a que las IMFs fueron comparadas con otras IMFs, más que con bancos que tienden a tener una menor calidad de portafolio y mayores rendimientos de activos y de capital. Ambas partes se beneficiarían si estos calificadores especializados encontraran una forma sistemática de compartir sus conocimientos con los calificadores convencionales.

Las microfinanzas pueden utilizar inversionistas sociales como palanca para atraer más atención de los inversionistas de la corriente principal.

Por ejemplo, la iniciativa del Microfinance Consortium está centralizada en el departamento de responsabilidad social corporativa del Deutsche Bank. El representante del Deutsche Bank David Gough hizo énfasis en la importancia de involucrar al departamento de administración de tesorería del banco, quien vio en el Consorcio una oportunidad de ingresos más que un gasto para responsabilidad social corporativa.

Hacer énfasis tanto en los ingresos sociales como financieros de las microfinanzas llevará al crecimiento de la industria.

La industria de las microfinanzas procurará obtener inversiones de inversionistas socialmente responsables y de la corriente principal, orientando el mercado dependiendo de la audiencia. Un ponente indicó aquellas instituciones que no se identifican como inversionistas socialmente responsables, tales como los fondos pensionales y préstamos universitarios, los cuales siguen principios socialmente responsables. Los inversionistas sociales pueden despejar el camino para los inversionistas de la corriente principal. A pesar de que no están dispuestos a aceptar menores ingresos, podrían ayudar de otras formas, por ejemplo desarrollando un intenso proceso de debida diligencia sobre una inversión relativamente pequeña.

VIII. Conclusión.

No hace mucho tiempo, la comunidad de las microfinanzas se estaba preguntando: "Comprarán los inversionistas títulos comerciales de microfinanzas?". Es ahora que están teniendo éxito en el acceso a los mercados de capital que la pregunta es "Quién comprará nuestros papeles comerciales, y cómo?". Las experiencias presentadas durante la conferencia sugieren que la esfera principal de actividades de las microfinanzas se presenta en los mercados locales. Las inversiones en los mercados locales podría necesitar de mejoras crediticias iniciales para familiarizar a los inversionistas locales con las microfinanzas, pero no se necesitará ya de esta mejoría una vez la institución microfinanciera haya establecido un historial. Las inversiones internacionales han demostrado ser más difíciles, teniendo en cuenta las políticas regulatorias específicas para cada país y la potencial exposición a los riesgos cambiarios.

No obstante, muchos ejemplos innovadores, particularmente en el ámbito de financiación de deuda internacional, han contribuido a la evolución de la industria. La industria de las microfinanzas tiene aún muchas limitaciones antes de poder tomar su puesto como una verdadera clase de activo. No obstante, los inversionistas socialmente responsables allanarán el camino para la inversión de la corriente principal, absorbiendo muchos de los costos relacionados con la construcción de la industria.



¿Quién Comprará Nuestro Papel: Microfinanzas Rompiendo los Mercados de Capital?

Las realidades de relacionar las Microfinanzas con los mercados de capital locales e internacionales.

El programa de conferencia y las presentaciones de Powerpoint están disponibles en:

www.accion.org/cracking_the_capital_markets.asp

**Anfitriones de la Conferencia: ACCION International,
Corporación Andina de Fomento (CAF) & Deutsche Bank**

Socio: Developing World Markets



ACCION quisiera reconocer el apoyo de sus copatrocinadores CAF (Corporación Andina de Fomento), el Deutsche Bank y el socio Developing World Markets. ACCION también desearía agradecer a la Fundación Ford por su generosidad en la financiación de la publicación de este *InSight*.

La serie *InSight* de ACCIÓN está diseñada para compartir los resultados de nuestro trabajo con la comunidad de las microfinanzas tan rápida y eficientemente como sea posible. La serie resalta las aplicaciones prácticas, puntos de vista de políticas y las investigaciones en permanencia de ACCIÓN. Si desea descargar otras ediciones de *InSight* sin recargo, por favor visite nuestro sitio Web <http://www.accion.org/insight>

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 Practicas 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

A excepción del *InSight* No. 2, todos los *InSights* están disponibles en inglés y español. *InSight 4* y *InSight 8* también están disponibles en francés.

Este *InSight* fue escrito por Rekha Reddy y Elisabeth Rhyne de ACCION International, con base en charlas y presentaciones de la conferencia "¿Quién comprará nuestro papel?". Los panelistas y los ponentes incluyeron a:

Fernando Alvarez Toca, *Gerente Financiero y Gerente de Investor Relations, Financiera Compartamos, Mexico*

Robert Annibale, *Global Director de Microfinance, Citigroup*

Gustavo Aristizabal, *Presidente, Duff & Phelps (Fitch), Colombia*

Erica Erickson, *Funcionario Senior de Inversión, la Fundación Calvert*

W. Bowman ("Bo") Cutter, *Managing Director, Warburg Pincus*

Jim Bunch, *Director de Inversiones, Omidyar Network*

Jaime Carreno, *Director, Standard & Poor's, Mexico*

Gonzalo de las Casas, *Gerente de Inversiones, AFP Integra, Perú*

Rosalind Copisarow, *Vicepresidenta Senior, ACCION International*

Amy Domini, *Fundador, Domini Social Investments*

Tom Easton, *Escritor Comercial en Jefe, The Economist*

Enrique Ferraro, *Gerente Administrativo, ACCION Investment Management Co, LLC (AIMCO)*

Luis de Garay, *GBM Investment Funds, México*

Enrique Garcia, *Presidente & Gerente General, CAF (Corporación Andina de Fomento)*

David Gough, *Vicepresidente, Deutsche Bank, Unidad de Microfinanzas*

Peter Johnson, *Socio, Developing World Markets*

Tara Kenney, *Director Administrativo, Deutsche Asset Management*

Elizabeth Littlefield, *Director, Banco Mundial, y Gerente General, Grupo Consultor para la Asistencia al Pobre*

Rafael Llosa, *Gerente General, Mibanco, Perú*

Claudia Martinez, *Vicepresidenta, División de Desarrollo Social y Ambiental, CAF*

Ann Miles, *Director, Blue Orchard Finance S.A.*

Maria Otero, *Presidente y Director Ejecutivo, ACCION International*

Linda Pei, *Fundador y Director Ejecutivo, Women's Equity Fund*

Robert Pattillo, *Fundador, Gray Ghost Microfinance Fund, LLC*

Elisabeth Rhyne, *Vicepresidenta Senior, ACCION International*

Clara Serra de Akerman, *Presidente, WWB Cali, Colombia*

Alex Silva, *Socio Administrativo, Omitrix Inc., Costa Rica*

Alan Snoddy, *Vicepresidente Senior, Fondo Pensional Church*

Brad Swanson, *Socio, Developing World Markets*

Ken Vander Weele, *Presidente, Investment Services, Opportunity International Network*

Damian von Stauffenberg, *Director Ejecutivo, MicroRate*