

# Financiar las microfinanzas

Tor Jansson

**Banco Interamericano de Desarrollo**

Washington, D.C.

**Serie de informes técnicos del  
Departamento de Desarrollo Sostenible**

**Catalogación (Cataloging-in-publication) proporcionada por el  
Banco Interamericano de Desarrollo  
Biblioteca Felipe Herrera**

Jansson, Tor.

Financiar las microfinanzas / Tor. Jansson..

p. cm. (Sustainable Development Department Technical papers series ; MSM-118)  
Includes bibliographical references.  
Spanish ed. of the author's Financing microfinance.

1. Microfinance—Latin America. 2. Financial services industry—Latin America. 3. Small business—Latin America. I. Inter-American Development Bank. Sustainable Development Dept. Micro, Small and Medium Enterprise Division. II. Title. III. Series.

332.742 J57--dc21

Tor Jansson es Especialista de Microempresa en la División de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa del Banco Interamericano de Desarrollo. Reconoce y agradece las muchas observaciones penetrantes proporcionadas por las personas entrevistadas para este documento, así como por aquellos que muy gentilmente aceptaron revisarlo: Marc de Sousa-Shields, Glenn Westley, Alvaro Ramírez y Todd Farrington. Asimismo agradece los esfuerzos de Julie Abrams, que asistió en la investigación y también proporcionó observaciones muy útiles sobre el borrador final.

Las opiniones expresadas en el presente documento corresponden al autor y no representan necesariamente la posición oficial del Banco Interamericano de Desarrollo.

Agosto de 2003

Esta publicación (Referencia No. MSM-118) se puede obtener a través de:

División de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa  
Mail Stop B-0600  
Banco Interamericano de Desarrollo  
1300 New York Avenue, N.W.  
Washington, D.C. 20577

E-mail: [sds/msm@iadb.org](mailto:sds/msm@iadb.org)  
Fax: 202-623-2307  
Web site: <http://www.iadb.org/sds/mic>

## Prefacio

El sector microfinanciero latinoamericano está atravesando un período de cambio acelerado. La aparición de un creciente número de instituciones microfinancieras formales especializadas, creadas mediante la reconstitución o “transformación” de fundaciones sin fines de lucro, está impulsando nuevos avances en el sector. Estas instituciones están creciendo rápidamente y necesitan fondos para apoyar su crecimiento. Como entidades reguladas, tienen varias opciones diferentes para financiarse; también están bajo mayor presión para manejar correctamente las divisas y las estructuras de plazos en sus balances.

Tradicionalmente, el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo y de otras agencias donantes se ha centrado en desarrollar y fortalecer los aspectos relacionados con el activo de las instituciones microfinancieras, es decir, sus productos, mecanismos de suministro, sistemas de información y recursos humanos. Ahora se está prestando más atención al fondeo de estas instituciones. Dado el rápido crecimiento del sector, tanto desde el punto de vista de la cartera, como del número de instituciones, es un tema que no se puede ignorar.

Es muy poco lo que se ha escrito hasta ahora sobre lo que ocurre en la industria microfinanciera con respecto a su financiamiento. Se han documentado sólo unas pocas tendencias y quedan muchos problemas por resolver; sin embargo, ya están surgiendo algunas controversias. Por ejemplo, algunos observadores han expresado su preocupación y decepción con respecto a la aparente incapacidad de las instituciones microfinancieras transformadas para prestar servicios de ahorro a las poblaciones de ingresos bajos. ¿Es esto verdad? Y de ser así, ¿por qué?

El objetivo de este documento es develar algunas tendencias básicas en el financiamiento de las instituciones microfinancieras: de dónde proviene y cómo cambia con el tiempo. El documento no pretende ser un análisis exhaustivo del tema, pero sí ofrece nueva información y apunta a algunos patrones hasta ahora no estudiados. El documento también identifica y examina problemas emergentes que enfrenta el creciente número de instituciones microfinancieras transformadas, incluido el acceso a los mercados de capital, la mayor dependencia de obligaciones en moneda extranjera y la búsqueda de capital adicional.

Esencialmente, este documento representa un esfuerzo del Banco Interamericano de Desarrollo por entender la dirección y las necesidades futuras de financiamiento del sector microfinanciero. Se necesitará sin duda mucha reflexión y esfuerzo para situar a las agencias donantes dentro de la tendencia general de creciente participación comercial en el financiamiento de las microfinanzas. Sin embargo, nuestra meta sigue siendo la misma: estimular la expansión y la sostenibilidad a largo plazo del sector.

Alvaro R. Ramírez  
Jefe  
División de Micro, Pequeña y Mediana Empresa

# Índice

## El fondeo de las instituciones microfinancieras

Situación general del sector.....	1
Más allá de los activos .....	2
La composición cambiante del pasivo en las IMF .....	4
<i>El caso de Bolivia</i> .....	4
<i>El caso de Perú</i> .....	7
<i>La tendencia general</i> .....	9
Ajuste de activos y pasivos .....	10
La búsqueda de capital .....	13
¿Dónde están los verdaderos inversionistas? .....	17
Preocupaciones de los administradores de fondos especializados .....	19
El papel de las agencias donantes .....	21

# El fondeo de las instituciones microfinancieras

## SITUACIÓN GENERAL DEL SECTOR

En los últimos diez años, el sector microfinanciero de América Latina se ha establecido como un segmento dinámico y de rápido crecimiento de los mercados financieros de la región. Como consecuencia, lo que antes fuera un movimiento popular relativamente desconocido se ha convertido en un tema de gran importancia para muchas de las estrategias nacionales de desarrollo.

En la región existen en la actualidad varios centenares de instituciones que se especializan en microfinanzas y más de una docena de bancos comerciales orientados seriamente hacia el sector (“downscaling”). La mayoría de las instituciones especializadas operan como organizaciones sin fines de lucro, aunque cada vez son más las que se “transforman” en instituciones financieras autorizadas y supervisadas.<sup>1</sup> En conjunto, el sector microfinanciero latinoamericano ostenta hoy una cartera microempresarial combinada de unos \$1.500 millones y sirve a aproximadamente 1,5 a 2 millones de clientes. Adicionalmente, la región cuenta con cerca de 5.800 cooperativas de crédito que atienden a las microempresas.

De las instituciones que sirven a la microempresa, 97 operan como instituciones financieras especializadas (sujetas a supervisión bancaria). La mayoría de estas instituciones especializadas y supervisadas ha sido creada mediante la transformación de fundaciones sin fines de lucro, aunque existen algunas excepciones a la regla.<sup>2</sup> Operan como sociedades con accionistas (bancos, sociedades financieras, etc.) y tienden a ser dinámicas, de crecimiento rápido y rentables. En la mayoría de casos, su desempeño es mucho

### Instituciones microfinancieras especializadas y reguladas (\$US)

País	Núm. de IMF reguladas	Cartera 2001	Cartera 2000
Bolivia	5	188.503.474	177.804.875
Brasil	37	2.000.000 <sup>(a)</sup>	1.800.000 <sup>(a)</sup>
Colombia	3	18.000.164	16.575.104
Ecuador	2	70.318.860	41.572.157
El Salvador	1	31.863.140	29.518.000
Guatemala	1	13.843.000	11.154.234
Honduras	1	6.645.000	6.303.991
México	2	28.741.042	14.083.217
Nicaragua	2	20.872.375	16.643.908
Panamá	1	1.465.310	552.642
Paraguay	1	18.741.000	20.952.000
Rep. Dominicana	3	51.722.816	53.692.590
Venezuela	1	7.376.000	3.353.000
<b>Total</b>	<b>97</b>	<b>913.517.035</b>	<b>734.015.841</b>

**Fuente:** Sitios web de las Superintendencias de Bancos; Sitio web de Acción ([www.accion.com](http://www.accion.com)).

(a) Cartera combinada estimada, según el Banco Central de Brasil.

(b) 12 Cajas Rurales de Ahorro y Crédito incluidas en las cifras para Perú (cartera combinada de \$59 millones en 2001).

<sup>1</sup> En este proceso habitualmente se crea una institución financiera nueva y la fundación sin fines de lucro original adquiere una participación mayoritaria en ella, dejando de prestar servicios financieros por sí misma.

<sup>2</sup> Incluyendo (a) 14 Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en Perú, que son de propiedad municipal y supervisadas por la Superintendencia de Banca, y (b) 12 Cajas Rurales de Ahorro y Crédito, también en Perú, que son organizaciones supervisadas y con accionistas, pero que no empezaron como fundaciones no lucrativas.

mejor que el de los bancos comerciales del país con respecto al crecimiento, la morosidad y el rendimiento financiero.<sup>3</sup> Estas 97 instituciones, que no incluyen a las fundaciones sin fines de lucro ni a los bancos que han incorporado a la microempresa dentro de su clientela tradicional, poseían una cartera combinada de cerca de \$914 millones a diciembre de 2001. En el mismo año registraron un crecimiento impresionante de la cartera que alcanzó el 24%.<sup>4</sup>

Hasta hace poco, gran parte de la expansión del sector microfinanciero se ha centrado en desarrollar y fortalecer el lado del activo de las instituciones microfinancieras, es decir, los productos, mecanismos de entrega, sistemas de información y recursos humanos. Es el fondeo —cómo y de quién lo obtienen y cuáles son sus términos y condiciones— el aspecto que ha recibido mucha menos atención. Es poco lo que se sabe, o por lo menos lo que se ha escrito, sobre los desafíos que enfrentan las instituciones y sus estrategias para el futuro.

Sin embargo, en vista de la rápida tasa de crecimiento y la creciente formalización del sector, estos temas merecen más atención, sobre todo en el caso de las fundaciones sin fines de lucro que están por transformarse, o que ya se han transformado, en intermediarios financieros formales. Estas organizaciones pasan de un ambiente dominado por los donantes, con todo lo que eso supone, a un ambiente competitivo de mercado que ofrece una variedad de fuentes de financiamiento. Además, tienen que enfrentar el hecho de que son instituciones únicas con su propio perfil de riesgos determinado por su clientela informal, metodología crediticia diferente y

propietarios atípicos (es decir, la fundación sin fines de lucro original, las agencias donantes y los fondos microfinancieros especializados).

## MÁS ALLÁ DE LOS ACTIVOS

La cuestión del financiamiento es crucial para toda institución financiera, independientemente de si funciona como un banco comercial, una sociedad financiera, una cooperativa de crédito o una fundación sin fines de lucro. Todas estas instituciones tienen que refinanciar su cartera de préstamos de una manera u otra, ya sea mediante deuda, depósitos o capital. Sin embargo, por lo que a microfinanzas se refiere, el financiamiento probablemente no preocupe tanto a los bancos comerciales que introducen productos microfinancieros, puesto que ellos ya cuentan con programas de ahorro ya establecidos y desde hace mucho tiempo ya tienen acceso a los mercados financieros y de capitales. Para ellos, la incorporación de una cartera microempresarial tendrá una importancia mínima con relación al conjunto de sus necesidades y decisiones de financiamiento.

Por contraste, la cuestión del financiamiento es fundamental para las instituciones microfinancieras que operan como fundaciones sin fines de lucro y para aquellas que se han transformado en instituciones financieras reguladas.

Las instituciones microfinancieras que operan como fundaciones sin fines de lucro generalmente obtienen financiamiento de los donantes, de las utilidades retenidas y, en algunos casos, de instituciones públicas de segundo piso. Algunas de las fundaciones sin fines de lucro de mayor éxito han logrado obtener financiamiento de los bancos comerciales, pero casi nunca por un monto superior al de los fondos propios. Llegado un cierto punto, por lo tanto, las fundaciones sin fines de lucro que están orientadas hacia el crecimiento se encuentran limitadas por la falta de financiamiento. Por consiguiente, es una cuestión importante para ellas y desafortunadamente son pocas las posibilidades de re-

---

<sup>3</sup> Ver Jansson (2001) para una discusión sobre el desempeño de las instituciones microfinancieras comparadas con los bancos comerciales.

<sup>4</sup> Basado en cifras proporcionadas por las Superintendencias de Bancos y organizaciones de la red. Las muestras más pequeñas, con 20 a 30 instituciones microfinancieras, mostraron para el periodo 1997-2001, tasas anuales de crecimiento que varían entre el 20 y el 30 por ciento.

solver esas limitaciones. Se pueden buscar más fondos de los donantes, pero a largo plazo, la mejor solución es transformarse en una institución financiera autorizada y supervisada, que puede acceder con mayor facilidad al financiamiento mediante cuentas de ahorro, así como de los mercados financieros y de capital. Esta es una razón fundamental en la aparición de un número creciente de instituciones microfinancieras especializadas y supervisadas en América Latina.

En cuanto a las instituciones microfinancieras que han dado el salto, sometiendo a las autoridades de supervisión bancaria, ellas tienden a buscar enérgicamente toda una gama de fuentes de financiamiento para apoyar su continuo crecimiento. Como ya se mencionó, actualmente están creciendo a una tasa anual del 24% y, si siguen al mismo ritmo, en 2003 necesitarán unos \$278 millones en financiamiento adicional.<sup>5</sup> Para satisfacer esta demanda, las instituciones reguladas buscan fondos en forma de préstamos bancarios, cuentas de ahorro, depósitos a plazo y, de manera creciente, directamente de los mercados de capital en la forma de emisiones de bonos. Como estas instituciones están completamente especializadas en microfinanzas, su habilidad para financiarse en los mercados corrientes es, esencialmente, una prueba de fuego del valor subyacente de las microfinanzas: ¿Se están convirtiendo en una actividad financiera reconocida por todos, o todavía se las considera una actividad popular marginal?

El sector microfinanciero es más maduro y aceptado en Bolivia y Perú, donde un buen número de IMF opera desde hace varios años. En Bolivia, existen cinco instituciones

---

<sup>5</sup>  $(\$914 \text{ millones} \times 1,24 \times 1,24) - (\$914 \text{ millones} \times 1,24) = \$278 \text{ millones}$ . Una vez más, estas cifras no incluyen las demandas de financiamiento de las fundaciones no lucrativas ni de los bancos comerciales multipropósito orientados hacia la microempresa. Una estimación razonable, aunque casual, es que estas instituciones necesitarán entre \$150 y 200 millones más de financiamiento en 2003.

microfinancieras especializadas autorizadas y supervisadas por la superintendencia de bancos, un banco y cuatro fondos financieros privados (una especie de compañías financieras); en Perú existen 37: un banco, una compañía financiera y 35 instituciones más pequeñas de tres clases diferentes.<sup>6</sup> En Bolivia, las instituciones se transformaron entre 1992 y 1997; en Perú, las instituciones han existido en algunos casos desde principios de los años ochenta, aunque un gran número de transformaciones tuvieron lugar entre 1995 y 1998.

Es fácil pensar que la transformación de una fundación sin fines de lucro en una institución financiera termina cuando el supervisor bancario otorga la licencia de operación. Al fin y al cabo, las instituciones microfinancieras en cuestión habrán pasado años preparándose, haciendo más estrictos sus procedimientos operativos, mejorando los sistemas de información y ajustando las prácticas de contabilidad. Sin embargo, como lo demostrará este documento, los vestigios de su origen siguen presentes en su estructura de capital<sup>7</sup> mucho tiempo después de convertirse en instituciones financieras autorizadas y supervisadas.

No cabe duda que, en algunos aspectos fundamentales (propiedad basada en accionistas, cumplimiento de la reglamentación, gestión profesional de activos y pasivos, etc.), las instituciones microfinancieras transformadas se parecen cada vez más a las instituciones financieras corrientes, pero basta dar una mirada a la naturaleza y composición de su financiamiento para ver que siguen habiendo diferencias importantes, incluso entre las ins-

---

<sup>6</sup> 12 Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC); 14 Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC) y 9 Entidades de Desarrollo para la Pequeña y Microempresa (EDPYME).

<sup>7</sup> Capital es un término vago que depende del contexto para una definición específica. En general, se refiere a los recursos financieros a largo plazo disponibles para ser utilizados. En este documento, "estructura de capital" se refiere a la composición del pasivo y patrimonio de una institución.

tuciones microfinancieras que han operado como instituciones autorizadas durante bastante tiempo.

#### LA COMPOSICIÓN CAMBIANTE DEL PASIVO EN LAS IMF

Las instituciones microfinancieras transformadas comienzan con una cantidad relativamente pequeña de pasivo. Como ya se mencionó, una relación deuda-capital de 1:1 es bastante típica para las fundaciones sin fines de lucro que proveen microcrédito. Los bancos y otras instituciones financieras, sin embargo, operan con un coeficiente de apalancamiento de aproximadamente 10 a 1.<sup>8</sup> Por consiguiente, una vez que la institución microfinanciera en transformación haya atraído a los inversionistas que necesita para convertirse en institución autorizada, toda la atención (en lo que a financiamiento concierne) se vuelca hacia el pasivo.

El caso de la institución mexicana Compartamos, que se convirtió en una institución financiera autorizada y supervisada en 2001, muestra cuán drástico puede ser el cambio.<sup>9</sup> En un año, su coeficiente deuda-capital pasó de 0,14 a 1,5, todavía bajo comparado con el de los bancos y compañías financieras corrientes, pero un incremento de más de 10 veces con respecto al año anterior. El coeficiente deuda-capital de Compartamos sin duda seguirá aumentando en los próximos años, a medida que la institución necesite más fondos para sostener el crecimiento acelerado de su cartera (146% en 2001). La cuestión del financiamiento de la deuda, con relación a montos, condiciones y característi-

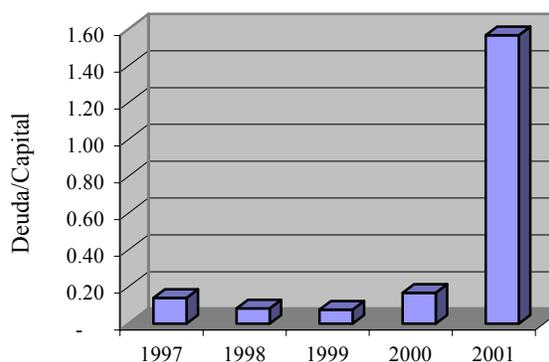
<sup>8</sup> El coeficiente de apalancamiento se define como pasivo (incluyendo ahorros, depósitos a plazo, deuda, etc.) dividido por capital.

<sup>9</sup> Compartamos se transformó de una fundación sin fines de lucro en una SOFOL (Sociedad Financiera de Objeto Limitado), que no puede captar depósitos. En 2003, Compartamos tiene planeado solicitar una licencia de Sociedad Financiera de Ahorro y Crédito Popular, un nuevo tipo de institución financiera muy parecida a una compañía financiera de depósitos.

cas, se convertirá por lo tanto en una preocupación fundamental para la institución.

Compartamos es sólo una de las tantas instituciones microfinancieras recientemente transformadas de la región que actualmente enfrentan los mismos problemas. ¿De qué clase de fuentes de financiamiento dispondrán y hacia qué tipo de estructura de capital deben apuntar? Aunque los balances generales de las instituciones microfinancieras más antiguas no necesariamente indican un estado ideal, su estructura de capital constituye sin embargo una clave de cómo será el sector en el futuro.

**Compartamos: Cómo la transformación cambia la estructura de capital**



Fuente: Farrington y Abrams (2002)

#### El caso de Bolivia

Bolivia es obviamente el caso que hay que estudiar para entender hacia dónde va el sector en general. En el mercado boliviano operan cinco instituciones microfinancieras transformadas: un banco comercial (BancoSol) y cuatro fondos financieros privados (Caja Los Andes, Ecofuturo, Prodem y FIE), que son el equivalente institucional de las compañías financieras que se encuentran en otros países.<sup>10</sup> Estas cinco instituciones microfinancieras son fácilmente comparables

<sup>10</sup> La forma institucional de *fondo financiero privado* fue creada en 1996 mediante decreto supremo número 24000.

con bancos y fondos financieros privados “normales” pues todas operan dentro del mismo marco institucional y normativo.

Después de operar durante más de 10 años como banco comercial, BancoSol se parece mucho a los otros bancos bolivianos en el fondeo, por lo menos respecto a las dos categorías principales: depósitos del público y financiamiento de otras instituciones financieras. La institución recibe el 75,2% de la totalidad de su financiamiento en la forma de depósitos del público (comparado con el 78,5% para los otros bancos) y el 23,1% en la forma de financiamiento de otras instituciones financieras (comparado con 15,1% para los otros bancos).

Sin embargo, dentro de estas categorías principales de financiamiento existen diferencias significativas entre BancoSol y los bancos bolivianos corrientes. BancoSol obtiene relativamente más financiamiento a través de depósitos a plazo del público, pero menos (en

realidad ninguno) a través de cuentas corrientes. Además, el financiamiento proveniente de otras instituciones financieras está dominado por depósitos, en lugar de préstamos no amortizados, lo cual es lo contrario de lo que se puede observar en sus pares más corrientes.

La falta de cuentas corrientes en BancoSol es particularmente digna de mención, pues la institución funciona como banco desde 1992. En otras palabras, ha tenido 10 años para desarrollar este servicio y ofrecérselo a sus clientes. Esta anomalía es producto de las decisiones que ha tomado la dirección del banco en el pasado y no porque los clientes no quieran tener cuentas corrientes en BancoSol. De hecho, cuando se convirtió en un banco, BancoSol decidió no ofrecer cuentas corrientes por la complejidad y el costo (en sistemas de información) de proveer estos servicios. Agregar este módulo de sistemas de información después de la instalación general resultaba ser muy costoso y BancoSol

#### Las IMF de Bolivia comparadas con sus pares de la corriente principal, diciembre 2001

	Bancos <sup>(a)</sup> (%)	BancoSol (%)	3 FFP No IMF <sup>(b)</sup> (%)	4 FFP IMF <sup>(c)</sup> (%)
<b>Captaciones del público</b>	<b>78,50</b>	<b>75,20</b>	<b>89,3</b>	<b>52,5</b>
Cuentas corrientes	17,80	0,20	0,0	0,0
Cuentas de ahorro	19,60	13,70	10,5	7,2
Depósitos a plazo	37,40	59,30	75,0	43,9
Otros	3,70	2,00	3,9	1,4
<b>Prést./Dep. de otras inst. financieras</b>	<b>15,10</b>	<b>23,10</b>	<b>5,1</b>	<b>41,8</b>
Obligaciones a la vista	3,70	11,40	0,0	0,0
Préstamos	11,50	11,70	5,1	41,8
<i>Inst. finan. de importancia secundaria</i>	5,60	6,60	0,0	13,8
<i>Instituciones financieras nacionales</i>	0,00	0,00	4,8	13,2
<i>Instituciones financieras externas</i>	4,30	4,70	0,0	11,4
Otros	1,60	0,40	0,3	3,5
<b>Cuentas por pagar</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>3,7</b>	<b>5,3</b>
<b>Deuda subordinada</b>	<b>2,6</b>	<b>0,0</b>	<b>1,9</b>	<b>0,4</b>
<b>Otros</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Total del pasivo</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100%</b>	<b>100</b>

Fuente: Superintendencia de Bancos de Bolivia, [www.sbef.gov.bo](http://www.sbef.gov.bo)

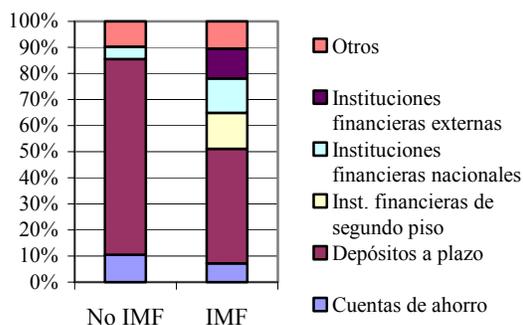
(a) 11 bancos comerciales, sin incluir a BancoSol.

(b) FFP Acceso, FFP Fassil, FFP Fondo de la Comunidad.

(c) FFP Prodem, FFP Caja Los Andes, FFP FIE, FFP Ecofuturo

decidió esperar hasta mejorar todos sus sistemas. La institución no planea ofrecer este servicio por el momento.<sup>11</sup>

### Composición del pasivo en los FFP bolivianos, dic. 2001



Fuente: SBEF de Bolivia

La mayor dependencia de BancoSol del financiamiento de otras instituciones (principalmente en la forma de depósitos de otros bancos) se explica por sus tasas de depósito más atractivas. Para compensar la percepción que de él tiene el público como un banco de poca importancia comparado con sus pares nacionales e internacionales más grandes, BancoSol tiene que ofrecer tasas de depósito ligeramente más altas para atraer a los clien-

tes. Mientras tanto, los otros bancos, que son duchos en evaluar la condición financiera y el riesgo de sus pares perciben el perfil riesgo-rendimiento que ofrecen los depósitos de BancoSol como muy atractivo. Esta diferencia de percepción entre el público y las otras instituciones financieras explica la naturaleza un tanto desequilibrada de la estructura de financiamiento de BancoSol.<sup>12</sup>

En el caso de los fondos financieros privados, las diferencias entre las instituciones microfinancieras y las compañías corrientes son todavía más marcadas. Los tres fondos financieros privados que no provienen de la transformación de una fundación, y que se dedican principalmente a financiar el consumo, reciben casi el 90% de su pasivo del público, la mayoría como depósitos a plazo. En cambio, los cuatro fondos financieros privados que anteriormente eran fundaciones sin fines de lucro y que se especializan en microfinanzas, reciben sólo un poco más de la mitad (52,5%) de su financiamiento del público. La diferencia consiste en préstamos de otras instituciones financieras (41,8%), repartidos casi equitativamente entre instituciones financieras nacionales, internacionales y de segundo piso.

### Evolución de las modalidades de financiamiento en las instituciones microfinancieras de Bolivia<sup>(a)</sup> (como %)

	Nov 2002	Dic 2001	Dic 2000	Dic 1999
Cuentas de ahorro	11,6	7,2	2,2	2,8
Depósitos a plazo	45,7	43,9	42,8	34,2
De instituciones financieras / intern.	34,3	41,8	48,2	54,7
Todas las demás fuentes	8,4	7,1	6,8	8,3
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

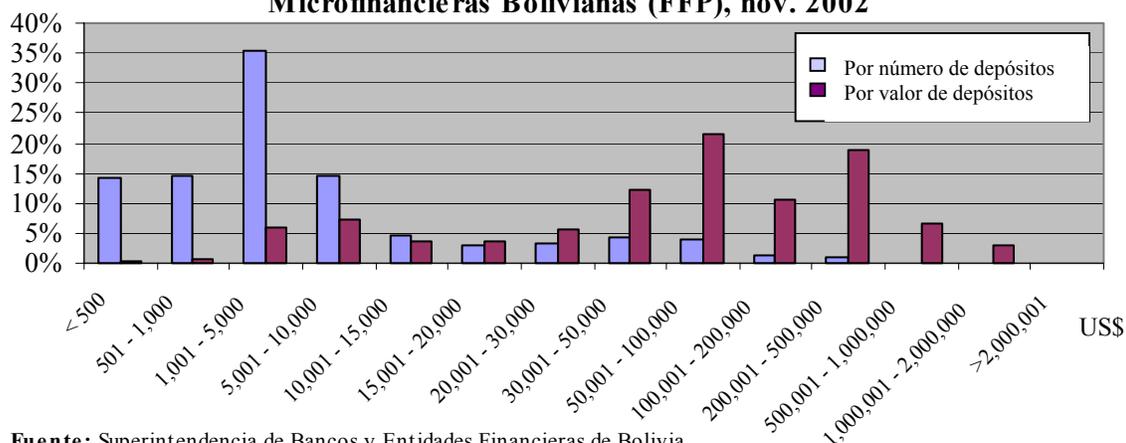
Fuente: Superintendencia de Bancos y Ent. Fin. de Bolivia, [www.sbef.gov.bo](http://www.sbef.gov.bo)

(a) FFP Prodem, FFP Caja Los Andes, FFP FIE, FFP Ecofuturo

<sup>11</sup> Según Gonzalo Valdés García Meza, Gerente Nacional de Operaciones y Finanzas de BancoSol, la institución no considera que las cuentas corrientes sean un servicio indispensable dadas las características y necesidades de sus clientes.

<sup>12</sup> Explicación proporcionada por José Antonio Sivila de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de Bolivia.

### Estratificación de los Depósitos a Plazo en 4 Instituciones Microfinancieras Bolivianas (FFP), nov. 2002



Fuente: Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de Bolivia

Como en el caso de BancoSol, estas instituciones microfinancieras tienen que ofrecer tasas de depósito más altas para atraer al público, que también termina por atraer mucho dinero institucional. A diferencia de BancoSol, sin embargo, los fondos financieros privados obtienen mucho de sus fondos de instituciones financieras de importancia secundaria y de organizaciones internacionales de desarrollo, que proporcionan aproximadamente el 25% del total de su pasivo.

Algunos observadores han expresado su preocupación y decepción respecto de la aparente lentitud de las instituciones microfinancieras transformadas en desarrollar programas de ahorro para la población de ingresos bajos. En lugar de ello, se lamentan, las instituciones microfinancieras tienden a apoyarse en préstamos de instituciones financieras y en un pequeño número de depósitos a plazo grandes de personas acaudaladas o fondos socialmente motivados.

Si bien es cierto que las instituciones microfinancieras, incluidas las bolivianas, tienden a depender fuertemente de los préstamos de otras instituciones financieras, este escenario parece estar cambiando. En el caso de las instituciones financieras bolivianas, la dependencia de tales préstamos está en continua disminución, mientras que la importancia de

los depósitos a plazo y especialmente de las cuentas de ahorro está aumentando.

Por ejemplo, hasta noviembre de 2002, Caja Los Andes había atraído a 26.000 ahorristas, con un saldo promedio de cerca de \$200.<sup>13</sup> Probablemente esto no sea comparable todavía con la cartera de préstamos de la institución (aproximadamente 45.000 prestatarios), pero hay que tomar en cuenta lo reciente que es el programa de ahorro. Los críticos, que claman un falso sentimiento de seguridad y hasta el fracaso de las instituciones microfinancieras en desarrollar servicios de ahorro para los pobres, harían bien en esperar un poco antes de pronunciarse.

En cuanto al tamaño de los depósitos a plazo, es cierto que su monto promedio entre las cuatro instituciones microfinancieras bolivianas es bastante elevado (\$16.576). Sin embargo, esta cifra se ve aumentada por unos pocos depósitos grandes, porque el 79% del total de depósitos a plazo son en realidad menores a \$10.000 (y el 64% son de menos de \$5.000), lo que difícilmente indica un enfoque hacia los ricos. Pero sin tener en cuenta

<sup>13</sup> Según Pedro Arriola, Gerente General de Caja Los Andes, la institución seguirá expandiendo su programa de ahorro, aunque se espera que los depósitos a plazo y el financiamiento bancario sigan siendo más importantes en el futuro previsible.

el tamaño de los depósitos a plazo, parecería muy poco intuitivo criticar a las instituciones microfinancieras por atraer fondos de instituciones y personas adineradas, siempre que la gran mayoría de esos fondos se canalicen hacia la población de ingresos bajos. Además, si las cuentas de ahorro son ofrecidas libremente y son utilizadas cada vez más por la población de ingresos bajos, las críticas parecen todavía más injustificadas.

### *El caso de Perú*

Como ya se mencionó anteriormente, Perú constituye el segundo mercado microfinanciero más maduro de la región y es sede de un gran número de importantes instituciones microfinancieras. Sin embargo, por diversas razones, la mayoría de estas instituciones realmente no son comparables con los bancos comerciales ni las compañías financieras en cuanto al fondeo.

Algunas de estas instituciones son propiedad absoluta de las municipalidades (14 cajas municipales), otras son muy pequeñas y operan sólo en zonas rurales (12 cajas rurales) y otras hasta tienen prohibido captar depósitos (9 EDPYME). Además, la única compañía

financiera centrada en las microfinanzas, Financiera Solución, no surgió de la transformación de una fundación sin fines de lucro sino que su propietario mayoritario es el Banco de Crédito del Perú (55%) y forma parte de Credicorp, un importante grupo financiero peruano. Por consiguiente, la única fundación sin fines de lucro transformada que realmente puede compararse con las instituciones financieras corrientes es Mibanco, que fue constituida como banco en 1998 por Acción Comunitaria.

Quizás sorprenda saber que Mibanco se parece más a los fondos financieros privados bolivianos que a BancoSol. Los depósitos que hace el público alcanzan a menos de la mitad de sus obligaciones (45,7%), mientras que los préstamos de otras instituciones financieras tienen prácticamente la misma importancia (39,2%).<sup>14</sup> Este parecido con los fondos financieros privados de Bolivia posiblemente esté relacionado con el hecho de que han operado como instituciones financieras reguladas por casi la misma cantidad de tiempo (4 a 6 años), mientras que BancoSol ha estado en funcionamiento (como institución financiera regulada) durante más de 10 años. Al igual que BancoSol, es muy poco lo

**Mibanco de Perú comparado con sus pares de la corriente principal, dic. 2001  
(como %)**

	<b>Bancos<sup>(a)</sup> 2001</b>	<b>Mibanco 2001</b>	<b>Mibanco 2000</b>	<b>Mibanco 1999</b>
<b>Captaciones del público</b>	<b>79,8</b>	<b>45,7</b>	<b>30,8</b>	<b>32,0</b>
Cuentas corrientes	12,7	0,0	0,0	0,0
Cuentas de ahorro	21,1	7,5	4,6	0,3
Depósitos a plazo	42,4	36,1	26,3	31,7
Otros	3,7	2,1	0,0	0,0
<b>Depósitos de inst. fin. y orgs. intern.</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Préstamos de otras instituciones financieras</b>	<b>10,2</b>	<b>39,2</b>	<b>59,6</b>	<b>49,7</b>
Instituciones nacionales	2,4	32,7	n/a	n/a
Inst. externas y org. intern.	8,0	6,5	n/a	n/a
<b>Fondos interbanco</b>	<b>0,6</b>	<b>6,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Bonos / Deuda negociable</b>	<b>4,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Cuentas por pagar</b>	<b>1,2</b>	<b>4,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Otros</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>	<b>9,6</b>	<b>18,3</b>

que Mibanco ha aprovechado hasta ahora de su autorización para ofrecer cuentas corrientes, dependiendo más bien de los depósitos a plazo como principal modalidad de financiamiento al público. Sin embargo, Mibanco abrió sus primeras cuentas corrientes en 2002.

### ***La tendencia general***

Los acontecimientos de Bolivia y Perú parecen ser parte de una tendencia general de la región. Las instituciones microfinancieras transformadas están dependiendo cada vez menos de fondos subvencionados y cada vez más de depósitos del público. En los últimos cinco años, una muestra de 10 instituciones microfinancieras que captan depósitos revela una disminución del 10 al 2% en el financiamiento subvencionado y un incremento del 51 al 69% en los depósitos (incluyendo cuentas corrientes, de ahorros y a plazo). En el mismo periodo, los empréstitos comerciales de estas instituciones parecen haber disminuido ligeramente.<sup>15</sup>

Los cambios en las fuentes de financiamiento también causaron una modificación de las características del financiamiento obtenido por las instituciones microfinancieras. Los empréstitos a corto plazo (<1 año) han aumentado mientras que los empréstitos a largo plazo (>1 año) han disminuido. Mientras tanto, hay menos empréstitos en moneda local y más en moneda extranjera. El incremento de los empréstitos a corto plazo no es una sorpresa dada la disminución gradual de los empréstitos subvencionados y del segundo piso, que tienden a ser a largo plazo, pero las razones del incremento en los empréstitos en moneda extranjera son quizás menos obvias. De

---

<sup>15</sup> Esta información está basada en las evaluaciones de MicroRate y representa la muestra *homogénea* más grande que se podía recoger de estos datos. Aunque MicroRate sigue ahora la trayectoria de más de 30 instituciones microfinancieras latinoamericanas, sólo 10 de las instituciones de la muestra (a) están totalmente especializadas, (b) captan depósitos, (c) son reguladas / supervisadas, y (d) han operado (en esta forma) desde 1996.

hecho, lo que está impulsando el aumento en empréstitos en moneda extranjera es la aparición de fondos de inversión especializados, tales como el Latin American Challenge Investment Fund (LACIF) y el Fondo de Microcrédito Dexia, que prestan en dólares estadounidenses.

Desde el punto de vista de la gestión de riesgos, estas tendencias tienen implicaciones tanto positivas como negativas. Del lado positivo, el plazo cada vez más corto del financiamiento de obligaciones se ajusta mejor a la estructura de plazos de la cartera de las instituciones microfinancieras, que es relativamente a corto plazo y típicamente constituye la mayor parte de los activos. Una mayor proporción de empréstitos en moneda extranjera podría ser apropiada en aquellas economías en donde las operaciones crediticias son dolarizadas, como Bolivia y Ecuador. Pero el aumento de las obligaciones en moneda extranjera en economías no dolarizadas, como Perú y la mayoría de América Latina, representa un riesgo adicional debido al mayor descalce monetario entre el activo y el pasivo.

Aunque quizás no sea prudente extrapolar la información anterior al sector microfinanciero latinoamericano en su conjunto, es posible sacar algunas conclusiones relativamente generales.

Primero, las diferencias en el financiamiento obtenido por las instituciones microfinancieras comparado con el de los bancos o compañías financieras corrientes parecen continuar mucho después de la transformación de fundación sin fines de lucro en institución financiera. Lo más notable es que las instituciones microfinancieras transformadas tienden a depender relativamente menos de los depósitos del público y relativamente más del financiamiento de otras instituciones financieras. Sin embargo, esta dependencia parece disminuir con el tiempo a medida que las instituciones microfinancieras desarrollan y expanden programas de depósitos dirigidos a ahorristas individuales. No sólo la importancia relativa de los préstamos de otras institu-

ciones financieras parece disminuir con el tiempo, sino que también cambian las características y la composición de estos empréstitos, de subvencionados a comerciales, de moneda nacional a extranjera y de largo plazo a corto plazo.

Tercero, las instituciones microfinancieras que cuentan con autorización para ofrecer cuentas corrientes, como BancoSol y Mibanco, no lo están haciendo a ninguna escala significativa. Se trata de un servicio complejo que exige tiempo e infraestructura para des-

**Evolución de las fuentes de financiamiento de 10 IMF que captan depósitos <sup>(a)</sup>  
(como %)**

	2001	2000	1999	1998	1997
Empréstitos comerciales	30	23	29	43	39
Empréstitos subvencionados	2	10	11	5	10
Depósitos (ahorros y depósitos a plazo)	69	68	60	51	51
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Empréstitos a corto plazo	50	48	42	45	42
Empréstitos a largo plazo	50	52	58	55	58
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Empréstitos en moneda nacional	52	69	58	56	66
Empréstitos en moneda extranjera	48	31	42	44	34
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**Fuente:** Datos de MicroRate para Caja Los Andes (Bolivia), Banco Sol (Bolivia); Financiera Calpiá (El Salvador); Visión de Finanzas (Paraguay), y 6 Cajas Municipales (Perú).

(a) Todas las instituciones incluidas se transformaron antes de 1997.

Segundo, dentro de la categoría general de depósitos, las cuentas de ahorro están aumentando en importancia, aunque los depósitos a plazo siguen dominando. Aunque esto es desde luego un acontecimiento positivo, supone también un cambio en la estructura global de plazos de las obligaciones para estas instituciones, pues las cuentas de ahorro son más líquidas que los depósitos a plazo o el financiamiento bancario. Si bien las cuentas de ahorro pueden tener la misma estabilidad que los depósitos a plazo en circunstancias normales, se pueden volver muy inestables si la institución es percibida como ilíquida o insolvente y los depositantes tratan de retirar sus fondos. Esto, a su vez, puede hacer que el ajuste de activos y pasivos sea un desafío importante para aquellas instituciones microfinancieras que desean proporcionar financiamiento a más largo plazo a sus clientes, por ejemplo, en forma de préstamos para la vivienda.

arrollarse. Parece que la tendencia natural es comenzar con depósitos a plazo y luego agregar cuentas de ahorro y, por último, cuentas corrientes. Como en el caso de las cuentas de ahorro, las cuentas corrientes pueden complicar la administración de liquidez de la institución.

#### EL AJUSTE DE ACTIVOS Y PASIVOS

La composición cambiante de las obligaciones en las instituciones microfinancieras tiene implicaciones importantes, porque contrasta con lo que está ocurriendo en los activos de estas instituciones. Mientras que la mayor parte de los micropréstamos tiende en efecto a ser de corto plazo, el plazo promedio hasta el vencimiento de estos activos está sin embargo aumentando en la mayoría de las

instituciones microfinancieras.<sup>16</sup> Esta es una consecuencia natural de tener un número mayor de clientes estables en los libros, los que tienden a recibir préstamos más grandes y a plazos más largos, comparados con los clientes nuevos, quienes tienden a comenzar con préstamos a corto plazo. Si las instituciones microfinancieras empiezan también a ofrecer préstamos hipotecarios, algo que se discute cada vez con mayor frecuencia en el sector, el plazo promedio de sus carteras (activos) se alargará todavía más.

Estas tendencias divergentes, de activos a plazos más largos y pasivos a plazos más cortos, significan que las instituciones microfinancieras tendrán que concentrar más esfuerzos en ajustar los activos y pasivos y, a la larga, desarrollar fuentes de financiamiento a largo plazo. Como en los mercados latinoamericanos a menudo escasea el financiamiento a largo plazo, esa tarea probablemente constituya un desafío significativo para la mayoría de las instituciones microfinancieras, que son más pequeñas y menos reconocidas que las demás instituciones financieras.

En 2001 y 2002 varias instituciones microfinancieras superaron el desafío dirigiéndose directamente a los mercados de capital. Mibanco en Perú, Compartamos en México y FinAmérica en Colombia emitieron bonos para los inversionistas nacionales. Estos bonos, cuyo plazo varía de 2 a 3 años, ayudarán a las instituciones a ajustar sus activos y pasivos, introducir mayor estabilidad en sus costos de financiamiento y ampliar la concesión de préstamos a largo plazo a sus clientes. Un par de años antes, BancoSol de Bolivia lanzó con éxito un programa de tres emisiones separadas de bonos por un valor de \$3 millones.

Aunque los plazos hasta el vencimiento son todavía relativamente modestos, la emisión de bonos parece ser una opción atractiva para las instituciones microfinancieras más gran-

---

<sup>16</sup> Apreciación basada en evaluaciones realizadas por MicroRate, una calificadora especializada en microfinanzas.

des que quieren obtener financiamiento a mediano plazo. Los montos son relativamente grandes (comparados con otros mecanismos de financiamiento) y la transacción puede traer inversionistas nuevos a la institución. Sin embargo, no todas las instituciones microfinancieras creen que la emisión de bonos sea la estrategia preferente. Para Caja Los Andes en Bolivia, por ejemplo, lo más acertado es aumentar el monto y alargar el plazo de los depósitos a plazo. Los depósitos a plazo necesitan menos esfuerzo por adelantado y se pueden adaptar a cada cliente. Además, son negociables en el mercado local, como los bonos. Según Caja Los Andes, los bonos serían más atractivos sólo si ofrecieran claramente un vencimiento más largo y estuvieran acompañados por mejoramientos externos del crédito.<sup>17</sup>

Algunos observadores han propuesto otros instrumentos del mercado de capital, como las titularizaciones, como un mecanismo posiblemente atractivo para las instituciones microfinancieras. La titularización, que supone juntar varios préstamos en un título valor, se utiliza mucho en los Estados Unidos, principalmente por prestamistas hipotecarios, pero también por compañías de tarjetas de crédito. Sin embargo, un análisis rápido de este instrumento financiero muestra que podría no ser una opción atractiva y ni siquiera factible para la gran mayoría de las instituciones microfinancieras.

En primer lugar, para que la titularización sea eficaz en función de los costos, el monto en cuestión tiene que ser superior a unos \$25 millones.<sup>18</sup> Huelga decir que esta suma es más de lo que la mayoría de las instituciones microfinancieras posee en su cartera de préstamos. Sólo unas 10 instituciones microfi-

---

<sup>17</sup> A diciembre de 2001, el plazo promedio de los \$17,5 millones en depósitos a plazo de Caja Los Andes era de 389 días; cerca de la mitad de los \$17,5 millones está concentrada en depósitos a plazo de 360 a 720 días.

<sup>18</sup> Estimación proporcionada por el Dr. Heywood Fleisig, Director del *Center for the Economic Analysis of Law*.

### Características de cuatro emisiones de bonos

	Mibanco	Compartamos	FinAmérica	BancoSol
Año de emisión	2002	2002	2001	1997
Tipo de bono	Clásico	Clásico	Convertible	Clásico
Monto (USD)	\$6 millones <sup>(a)</sup>	\$15 millones <sup>(b)</sup>	\$2 millones	\$3 million <sup>(c)</sup>
Moneda	Soles	Pesos	Pesos	Bolivianos
Cupón	12%	CETES + 2,5% <sup>(d)</sup>	DTF <sup>(e)</sup>	9%
Plazo	2 años	3 años	2 años	2 years
Mejoramiento de crédito	50% USAID	Ninguno	Ninguno	50% USAID
Mecanismo de venta	Subasta a la baja <sup>(f)</sup>	Colocación privada	Colocación privada	Colocación privada
Compradores principales	Fondos de pensiones locales (82%)	70% institucionales 50% individuales	Sólo accionistas existentes	Instituciones bolivianas
Calificadora	Equilibrio, Apoyo & Asociados	Standard & Poor's	Duff & Phelps / Fitch	N/a

**Fuente:** Entrevistas con ejecutivos de Mibanco, Compartamos, FinAmérica y BancoSol.

- (a) Primera emisión de un programa de \$30 millones planeado para los próximos años.
- (b) Dos emisiones separadas, la primera por \$10 millones y la segunda por \$5 millones. En la primera emisión, 70% de los inversionistas eran individuales y 30% institucionales; en la segunda, la relación entre inversionistas institucionales e individuales era 50/50.
- (c) Tres emisiones separadas de \$1 millón cada una.
- (d) CETES son bonos del Tesoro mexicanos. Después de agregar impuestos y gastos, el costo final para Compartamos fue del 13,08%.
- (e) DTF: promedio de los certificados de depósito a 90 días del mercado.
- (f) En una subasta a la baja, las ofertas se aceptan del interés más bajo al más alto, pero la tasa de interés más alta aceptada es la tasa pagada a todos los inversionistas.

nancieras especializadas de América Latina tienen una cartera de ese tamaño o más grade.

En segundo lugar, el marco jurídico de muchos países latinoamericanos dificulta la titularización y la hace más costosa, si no imposible, al no permitir el registro de una garantía real en las cuentas por cobrar (en este caso, el flujo de caja de los préstamos). En lugar de eso, las legislaciones latinoamericanas normalmente exigen la transferencia y notificación del deudor para cada préstamo individual, lo que puede ser un proceso costoso para la cartera microempresarial que contiene miles de préstamos. En cambio, en los Estados Unidos, la propiedad nunca se transfiere, ni siquiera la de la cartera en su conjunto. En lugar de eso, se registra una garantía real en la cartera, un proceso relativamente rápido y poco costoso.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> Según el Dr. Heywood Fleisig, muchos marcos jurídicos latinoamericanos añaden confusión al

Por último, la titularización la usan sobre todo las compañías que no pueden movilizar fondos del público en la forma de depósitos a plazo o ahorros. Las instituciones microfinancieras transformadas generalmente tienen esta posibilidad a su disposición, aunque en algunos países (Perú y Brasil) se trata de compañías que no tienen permitido captar del público.

Aunque la titularización de carteras individuales está quizás fuera del alcance de las instituciones microfinancieras latinoamericanas, algunos piensan que una titularización “global” podría ser factible. En lugar de titularizar \$25 millones de una cartera microfinanciera en los mercados locales, una emisión global titularizaría de \$2 a \$5 millones de

costo al no exigir el registro de estas transferencias. Por consiguiente, para cualquier acreedor potencial resulta casi imposible verificar si los préstamos de la cartera ya fueron dados en garantía para otra transacción.

10 carteras microfinancieras en los mercados internacionales. Este mecanismo tiene el potencial de comprometer a los inversionistas comerciales y proveer fondos frescos a las instituciones microfinancieras, evitando al mismo tiempo los obstáculos jurídicos inherentes a las legislaciones locales.<sup>20</sup> De hecho, hay personas del sector que están trabajando justamente en este tipo de propuesta.

### **Los vecindarios pobres se conectan con Wall Street: Titularización microfinanciera global**

Una nueva iniciativa prevé la emisión de una deuda de \$35 millones basada en la cartera de préstamos de varias instituciones microfinancieras, en su mayoría latinoamericanas. Esta *obligación colateral*, como también se la llama, conectaría el mundo de las altas finanzas de Nueva York y Londres con los vecindarios más pobres de los países en desarrollo.

La obligación proporcionaría financiamiento a largo plazo a las instituciones microfinancieras participantes, a varios puntos porcentuales por encima del Libor, una tasa muy atractiva comparada con las otras fuentes de financiamiento disponibles. Para atraer a una variedad de inversionistas, la obligación se estructuraría en tres letras diferentes, dirigidas a los inversionistas comerciales, agencias multilaterales y fundaciones de alivio a la pobreza respectivamente. Cada letra tendría un perfil de riesgo/rendimiento diferente.

**Fuente:** Extracto de la propuesta de inversión. A pedido de la compañía no se revela la fuente exacta.

## **LA BÚSQUEDA DE CAPITAL**

Las fundaciones sin fines de lucro buscan continuamente donaciones para formar su base de capital. Sin embargo, para la mayoría de las instituciones microfinancieras, la búsqueda de capital comienza en serio cuando quieren transformarse de entidades sin fines

<sup>20</sup> Una desventaja desde el punto de vista del desarrollo es que la titulación global no contribuye al crecimiento de los mercados locales de capital, puesto que los inversionistas se encuentran en los países industrializados.

de lucro en instituciones financieras con accionistas. Los supervisores bancarios exigen la presencia de accionistas estratégicos distintos a la fundación no lucrativa original, de manera que convencer a nuevos accionistas para que participen en la institución es un paso básico y fundamental del proceso de transformación.

A veces esto puede convertirse en un problema porque es difícil encontrar inversionistas comerciales que estén preparados para invertir en estas instituciones, especialmente antes de que tengan un historial como instituciones financieras reguladas y supervisadas. En cambio, los accionistas son típicamente fondos especializados semicomerciales, donantes multilaterales o bilaterales y entidades no lucrativas internacionales. Naturalmente, a los supervisores bancarios les tomará un tiempo llegar a entender la naturaleza, las motivaciones y las capacidades de estos tipos de accionistas.

En la mayoría de los casos, la fundación sin fines de lucro original retiene una participación mayoritaria en la nueva institución. En una muestra de cinco instituciones microfinancieras importantes, las fundaciones sin fines de lucro originales controlan entre el 20,2% (BancoSol) y el 60,3% (Mibanco) de las acciones. Entre los otros accionistas clave están los fondos especializados, tales como Profund, Internationale Micro Investitioenen (IMI) y el Gateway Fund de ACCION International,<sup>21</sup> que poseen intereses significativos en varias instituciones microfinancieras diferentes. Los particulares y los inversionistas comerciales, típicos accionistas de las instituciones financieras corrientes, son muy contados. Incluso en Compartamos, donde 33 personas poseen el 30% de las acciones, la influencia de los accionistas nue-

<sup>21</sup> Profund ([www.profundinternacional.com](http://www.profundinternacional.com)) tiene inversiones en 12 instituciones microfinancieras latinoamericanas, 11 de las cuales parcial o completamente en forma de capital o cuasicapital; IMI (<http://www.imi-ag.com/01.htm>) es accionista en cuatro instituciones microfinancieras de América Latina y 13 de África y Asia.

vos y previamente no conectados es pequeña (18 de las 33 personas son empleados).

Después de la transformación, las necesidades adicionales de capital tenderán a ser bastante modestas. Como se mencionó anteriormente, el apalancamiento bajo de las fundaciones no lucrativas antes de su transformación implica que el financiamiento crediticio será el tipo principal de financiamiento necesario para cualquier expansión suplementaria.

Recién cuando el coeficiente de apalancamiento alcanza el tope impuesto por las autoridades de supervisión (o quizás antes si los acreedores actuales y potenciales no aceptan ese riesgo) el capital se vuelve realmente una limitación para la expansión continua.<sup>22</sup>

Una muestra de instituciones microfinancieras revela, en efecto, que su apalancamiento aumenta después de transformarse en instituciones financieras autorizadas y supervisa-

das. Si bien algunas instituciones han recibido aportes adicionales de capital después de su transformación, por ejemplo Caja Los Andes y FIE en Bolivia, la mayoría de las instituciones microfinancieras no han llegado al punto en que la falta de capital limita el crecimiento o las pone en conflicto con la reglamentación bancaria.

A juzgar por la evolución de las instituciones microfinancieras transformadas, parece tomarles de 5 a 10 años alcanzar un apalancamiento total (aproximadamente 10:1). La duración de este periodo de “crecimiento” dependerá naturalmente de la demanda de crédito en la economía real y de la capacidad de estas instituciones para atraer depósitos del público o financiamiento de acreedores internacionales. Si la demanda es fuerte y el financiamiento accesible, el apalancamiento de las instituciones aumentará rápidamente. En los mercados menos dinámicos, el proceso tenderá a ser lento.

#### **Composición del capital accionario en algunas instituciones microfinancieras, dic. 2002 (%)**

Categorías de Accionistas	Caja				Financiera
	Mibanco	BancoSol	Los Andes	Compartamos	Calpiá
ONG original	60,3	20,2	46,9	36,6	21,7
Agencias multilaterales/bilaterales	3,8 <sup>(a)</sup>	22,0 <sup>(b)</sup>	20,0 <sup>(a)</sup>	10,0 <sup>(c)</sup>	36,4 <sup>(d)</sup>
Fondos especializados	19,8 <sup>(e)</sup>	33,8 <sup>(f)</sup>	26,7 <sup>(g)</sup>	5,8 <sup>(e)</sup>	41,6 <sup>(h)</sup>
ONG internacionales	6,82 <sup>(i)</sup>	13,3 <sup>(i)</sup>	-	17,1 <sup>(i)</sup>	-
Inversionist. comerciales y bancos locales	6,0 <sup>(i)</sup>	-	-	-	-
Particulares	3,1	10,7	6,4	30,5	0,3
Otros	2,5 <sup>(k)</sup>	-	-	-	-
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**Fuente:** Información de las propias instituciones microfinancieras.

(a) Corporación Andina de Fomento; (b) Corporación de Desarrollo del Commonwealth; (c) Corporación Financiera Internacional (CFI); (d) CFI (12%), FMO (12%) y KFW (12,4%); (e) Profund International; (f) Profund Internacional (23,17%) y Gateway Fund de Acción (10,63%); (g) Internationale Micro Investitionen (IMI); (h) IMI (28,5%) e Internationale Projekt Consult GmbH (IPC, 13,1%); (i) Acción International; (j) Banco Wiese-Sudameris & Banco de Crédito del Perú; (k) propiedad de Mibanco para dar a los ejecutivos.

<sup>22</sup> Los supervisores bancarios imponen lo que se llama una exigencia de suficiencia de capital, calculada como el porcentaje de capital con relación a los activos ponderados por riesgo. En la mayoría de países latinoamericanos, los supervisores bancarios han fijado este límite en entre 8 y 11%, lo que corresponde a una relación deuda-capital de entre 7.5:1 y 11.5:1.

Como la mayoría de las instituciones microfinancieras transformadas son relativamente jóvenes y no están completamente apalancadas, muy pocas han tratado de atraer a accionistas nuevos. Como la necesidad de capital adicional entre las instituciones microfinancieras transformadas ha sido modesta hasta ahora, la composición de su capital social también ha permanecido en gran parte estable en el tiempo. De vez en cuando hay accionistas que se retiran o que entran, pero en general los cambios han sido pequeños. La excepción a la regla es BancoSol en Bolivia y Financiera Calpiá en El Salvador, que han sufrido cambios importantes en la composición de su capital social desde que fueron autorizadas en 1992 y 1995 respectivamente.

En el caso de BancoSol, algunos acontecimientos se han desarrollado como se esperaba mientras que otros no. Por ejemplo, como estaba previsto, la participación de la fundación no lucrativa original – Prodem – disminuyó bastante entre 1992 y 2002, pasando del 45% al 22%. Sin embargo, otros cambios en

la composición de los accionistas quizás no fueron lo que se esperaba. En lugar de adquirir accionistas de orientación comercial, BancoSol parece estar más influenciado por donantes multilaterales y fondos especializados (que a su vez son financiados en gran parte por donantes). Mientras tanto, muchos de los inversionistas del sector privado (principalmente bancos) que estaban presentes en 1992, se han retirado.

La evolución de la estructura del capital social ha seguido una trayectoria más esperada en el caso de Financiera Calpiá. En esa institución, los donantes multilaterales y la ONG original, que en un principio poseían más del 80% de las acciones, controlan ahora menos del 60%. Además, otras ONG locales, que al principio poseían cerca del 20% de las acciones, se habían retirado completamente de la institución para 2002. Las acciones restantes –cerca del 40%– fueron adquiridas por fondos especializados y otros por el estilo.

#### **Evolución del coeficiente de apalancamiento en algunas instituciones microfinancieras <sup>(a)</sup>**

<b>Institución</b>	<b>País</b>	<b>Año de transform.</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>	<b>1997</b>
Compartamos	México	2001	1,57	0,14	N/a	N/a	N/a
Confía	Nicaragua	2000	8,47 <sup>(b)</sup>	3,10	N/a	N/a	N/a
Mibanco	Perú	1998	3,68	2,02	1,13	1,04	N/a
FIE	Bolivia	1998	5,62	5,07	4,25 <sup>(c)</sup>	6,46	N/a
Financiera Calpiá	El Salvador	1995	3,77 <sup>(d)</sup>	3,53	3,50	3,33	3,28
Caja Los Andes	Bolivia	1995	7,91	7,78 <sup>(e)</sup>	8,34	7,61	6,69

**Fuente:** Superintendencia de Bancos de Perú, [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe); Superintendencia de Bancos de Bolivia, [www.sbef.gov.bo](http://www.sbef.gov.bo); Microrate, [www.microrate.com](http://www.microrate.com)

- (a) El coeficiente de apalancamiento es la relación pasivo-capital.
- (b) El coeficiente de apalancamiento alto de Confía a pesar del poco tiempo que lleva como institución financiera autorizada y supervisada es el resultado de su fusión con una sociedad financiera local en el momento de la transformación.
- (c) La disminución del apalancamiento de FIE en 1999 se debió a un aporte de capital adicional de \$1,5 millones.
- (d) El incremento relativamente lento del coeficiente de apalancamiento de Financiera Calpiá se debe a un crecimiento modesto de la cartera durante los últimos años, así como a un impulso por movilizar capital adicional para reunir las condiciones de banco comercial. En 2002 la relación pasivo-capital aumentó a 5,3.
- (e) La disminución del apalancamiento de Caja Los Andes en 2000 se debió a un aporte de capital adicional de \$1,28 millones.

### Evolución de la composición del capital social en BancoSol y Financiera Calpiá (%)

Categorías de Accionistas	BancoSol		Financiera Calpiá	
	2002	1992	2002	1995
ONG original	20,2	45	21,7	30 <sup>(c)</sup>
Agencias multilaterales/Donantes bilater.	22,0	-	36,4	50 <sup>(d)</sup>
Fondos especializados	33,8	-	41,6	
ONG internacionales	13,3	16	-	
Inversionistas comerciales	-	32 <sup>(a)</sup>	-	
Particulares	10,7	1,6	0,3	0,3
Otros	-	6 <sup>(b)</sup>	-	19,7 <sup>(e)</sup>
<b>Total</b>	<b>100%</b>		<b>100%</b>	

**Fuente:** Ejecutivos de BancoSol y Financiera Calpiá.

(a) B.H.N. Multibanco, Inbosa, Banco Industrial, BISA, Banco Boliviano Americano, COMSUR

(b) Ecos Holding Ltda.

(c) Fundación Calpiá.

(d) Banco Centroamericano de Integración Económica (25%); Banco Interamericano de Desarrollo /MIF (25%).

(e) Fundasal (10,1%); Adel Morazan (4,8%); Adel Chalatenango (4,8%).

En el caso de Financiera Calpiá, la administración se siente bastante satisfecha con la actual composición del capital social. La estructura da importancia a los accionistas orientados hacia los negocios, pero que no están guiados únicamente por motivos de lucro, y por consiguiente no está cortejando a ningún inversionista puramente comercial ni a bancos locales.

Los casos de BancoSol y Financiera Calpiá no son típicos. Como se mencionó anteriormente, en la mayoría de las instituciones microfinancieras transformadas, los cambios en la estructura del capital social han sido relativamente pequeños. Quizás con el tiempo esa estructura muestre una tendencia hacia una mayor participación de inversionistas del sector privado, pero por el momento, no hay ninguna evidencia de que sea así. Además, si bien es probable que una mayor participación comercial sea deseable para el sector microfinanciero, no hay que subestimar la capacidad y esfuerzos de los accionistas actuales, quienes han jugado un papel fundamental en la transformación y supervivencia de varias

instituciones microfinancieras y demostraron ser inversionistas interesados y capaces.<sup>23</sup>

¿Pero podrán los inversionistas no comerciales satisfacer las necesidades del sector al ritmo apropiado? Teóricamente, una cartera combinada de \$914 millones, que crece a 24% por año, necesitaría capital por valor de

<sup>23</sup> Son dos las preocupaciones expresadas comúnmente con relación a estos tipos de inversionistas. En primer lugar, como no los impulsa principalmente un motivo de lucro, ¿son lo suficientemente diligentes en su vigilancia de la institución? Esta preocupación es especialmente aguda con respecto a los bancos de desarrollo, pero también, en menor medida, con relación a los inversionistas sociales. En segundo lugar, si la institución sufre pérdidas importantes y necesita una inyección de capital, ¿pueden los accionistas proveer estos fondos adicionales de manera oportuna? Esta preocupación se refiere principalmente a la fundación sin fines de lucro original, que típicamente tiene un interés mayoritario en la institución pero poco capital adicional para contribuir en caso de problemas. Sin embargo, los bancos de desarrollo también son débiles en este punto porque, si bien poseen recursos importantes, probablemente no puedan proveerlos dentro del tiempo necesario para salvar a la institución.

\$11 millones en 2002, \$13,5 millones en 2003 y \$17 millones en 2004, suponiendo un apalancamiento de 5:1.<sup>24</sup> La necesidad real de capital externo podría ser ligeramente inferior, puesto que parte del capital necesario será provisto en la forma de utilidades retenidas. Sin embargo, a medida que aumenta el apalancamiento entre las instituciones microfinancieras especializadas, a la larga también aumentará su necesidad de capital externo.

### ¿DÓNDE ESTÁN LOS “VERDADEROS” INVERSIONISTAS?

En la sección anterior, se mencionó que las instituciones microfinancieras especializadas tendrán una necesidad global estimada de financiamiento de aproximadamente \$278 millones en 2003. Quizás el 5% o el 10% de esta cantidad, o \$13,5 a \$27 millones, tendrán que ser en la forma de capital adicional. Esto no incluye las necesidades de financiamiento de las ONG y de los bancos comerciales que desarrollan operaciones a menor escala. Si tomamos en cuenta estas instituciones, la necesidad total de financiamiento del sector podría acercarse a los \$500 millones en 2003, de los cuales quizás \$25 a 50 millones debería ser capital.

¿Quién proporcionará estos fondos y cómo se los proporcionará?

A juzgar por la experiencia de las instituciones microfinancieras en Bolivia y Perú, así como en otros países, parece que las instituciones y los depositantes individuales locales tienen la capacidad y la disposición para proporcionar gran parte del financiamiento crediticio que necesitan las instituciones microfinancieras en la próxima década. Las fundaciones no lucrativas seguirán sin duda dependiendo de los recursos de donantes, pero las instituciones microfinancieras transformadas y los bancos que operan a menor escala probablemente tendrán a su disposición

toda una gama de posibilidades de financiamiento.

Hasta ahora, los donantes multilaterales y bilaterales han sido un instrumento eficaz para desarrollar la industria microfinanciera, proporcionando capital mediante donaciones, inversiones directas y por medio de fondos de inversión especializados. Pero con necesidades anuales de capital estimadas en las decenas de millones de dólares sólo para las instituciones microfinancieras transformadas de América Latina, ¿podrán los donantes seguir el ritmo?

La esperanza de la mayoría de los donantes, según afirman, es que no tendrán que seguir el ritmo, que sus esfuerzos del pasado serán recompensados por una industria que ya no necesita su ayuda. Esto podría efectivamente llegar a suceder, pero por el momento, hay muy pocos inversionistas sociales y comerciales corrientes listos para tomar su lugar; en realidad, no hay ni un solo fondo social de inversión *minorista* con inversiones significativas en microfinanzas en los mercados emergentes.<sup>25</sup> En otras palabras, existe poca conexión entre las instituciones microfinancieras de América Latina (o de cualquier otro mercado emergente) y los inversionistas individuales a pequeña escala de los países industrializados.

¿Por qué no ocurre esta conexión?

En primer lugar, la desconexión no parece ser causada por una falta general de fondos en los países industrializados. Sólo en cuatro países —Estados Unidos, Canadá, Reino Unido y Australia— hay cerca de 40 fondos mutuos de inversión socialmente responsable que invierten activamente en mercados emergentes. Juntos, estos fondos poseen activos por un valor aproximado de \$2.900 millones.<sup>26</sup> Si a esto se añade Europa continen-

---

<sup>24</sup>  $(\$914 \times 1,24 - \$914)/20 = \$11$  millones;  $(\$914 \times 1,24 \times 1,24 - \$914 \times 1,24)/20 = \$13,5$  millones;  $(\$914 \times 1,24 \times 1,24 \times 1,24 - \$914 \times 1,24 \times 1,24)/20 = \$17$  millones.

---

<sup>25</sup> Fondo *minorista*: un fondo que moviliza dinero directamente del público.

<sup>26</sup> Europa continental no está incluida en estas cifras. El gran tamaño del sector de fondos mutuos de inversión social de Canadá es una conse-

### **Fondos comunes de inversión especializados en inversiones socialmente responsables**

	<b>EEUU</b>	<b>Canadá</b>	<b>RU</b>	<b>Australia</b>	<b>Total</b>
Total de fondos comunes de ISR internacionales	17	22	27	14	<b>80</b>
Fondos comunes ISR int. con tenencias en ME	6	13	17	4	<b>40</b>
Activos totales de los fondos comunes ISR int. con tenencias en ME (millones de \$US)	240	1.783	846	41,6	<b>2.911</b>
Activos en mercados emergentes (millones \$US)	26	61	18	1	<b>106</b>
Activos en mercados emergentes (como %)	10,8	3,4	2,1	2,4	<b>3,6</b>

**Fuente:** Adaptado de Sousa-Shields (2002).

tal, los números serían, sin duda, aún más altos.

Sin embargo, este no es el panorama completo, pues la gran mayoría de los \$2.900 millones está invertido en países industrializados, no en mercados emergentes. En realidad, sólo \$106 millones, o 3,6%, llegan a los mercados emergentes. A pesar de que se trata, desde luego, de una cantidad significativa, que probablemente esté algo subestimada, no es suficiente ni siquiera para cubrir exactamente las necesidades de financiamiento actuales o futuras del sector microfinanciero, aunque se destinara únicamente a las instituciones latinoamericanas.

Aunque los fondos mutuos de inversión socialmente responsable son sólo una de las posibles fuentes de financiamiento para las instituciones microfinancieras, los montos disponibles son, sin embargo, decepcionantes. Esto se debe en parte a que los fondos comunes de inversión típicamente operan en virtud de una reglamentación que les exige invertir casi exclusivamente en valores que se cotizan en bolsa. Como en la actualidad no existen instituciones microfinancieras especializadas ni fondos de inversión microfinanciera especializados cuyas acciones se coti-

zan en la bolsa, esta fuente potencial de fondos es actualmente muy limitada.<sup>27</sup>

Existen varias razones por las que los flujos de inversión socialmente responsable no llegan hasta las instituciones microfinancieras, incluyendo la falta de información sobre el país, medidas del impacto social, experiencia en mercados emergentes, vehículos de inversión, así como un perfil riesgo-rendimiento inadecuado. Cada tipo de actor percibe estos problemas de manera diferente: para los inversionistas institucionales y los agentes la inversión en mercados emergentes es un tanto más problemática que para los planificadores financieros.

Asombrosamente, las consideraciones de riesgo y rendimiento parecen ser relativamente poco importantes para los profesionales de la inversión social, aunque no todos comparten esta opinión. El Grupo Calvert y su asociada, la Fundación Calvert de Inversión Social, que tienen ambas inversiones

<sup>27</sup> Por ejemplo, y como se discute más abajo, el Grupo Calvert dirige algunos de los fondos que moviliza del público hacia inversiones comunitarias; estos fondos (aproximadamente \$14 millones en 2002) representan sólo el 0,175% de su cartera global de \$8.000 millones. Los \$14 millones son administrados por la Fundación Calvert de Inversión Social, cuya cartera total de \$52 millones tenía 18% invertido en microfinanzas en 2002 y dirigía un 16% de sus inversiones hacia mercados emergentes.

cuencia de ciertos incentivos fiscales que ofrece el gobierno canadiense.

## **Barreras a la inversión en microfinanzas y pequeñas empresas en los mercados emergentes**

	Todos	Inversionistas institucionales	Planificadores financieros	Agentes
Falta de información sobre el país	3,0	3,1	0,5	2,8
Falta de experiencia en inversiones en mercados emergentes	2,8	3,5	2,0	3,0
Medida insuficiente del impacto social	2,7	3,3	2,0	4,0
Perfil de riesgo/rendimiento inadecuado	2,3	2,2	1,9	2,6
Falta de vehículo apropiado	2,0	1,8	2,0	2,5

**Fuente:** de Sousa-Shields (2002).

**Nota:** Los participantes en la encuesta debían calificar las opciones en una escala de 1 a 5 (siendo 5 el nivel más alto de preocupación). 34 profesionales de ISR respondieron: 17 inversionistas institucionales, 9 planificadores financieros, 7 agentes, 1 otro.

activas en microfinanzas y movilizan fondos del público, insisten en que las consideraciones de riesgo y rendimiento sí importan.<sup>28</sup>

### **PREOCUPACIONES DE LOS ADMINISTRADORES DE FONDOS ESPECIALIZADOS**

Algunas de las preocupaciones expresadas por los profesionales de la inversión social se reflejan en el círculo más estrecho de la inversión microfinanciera. Hoy en día, los fondos especializados como Profund, IMI, Gateway de Acción, LACIF y el Fondo de Microcrédito Dexia ocupan un espacio importante entre los donantes y los inversionistas corrientes. Estos fondos operan en su mayor parte conforme a condiciones comerciales y han sido absolutamente fundamentales a la hora de proveer financiamiento oportuno e impulsado por la demanda para una cantidad de instituciones microfinancieras.

A pesar de su papel preponderante en el desarrollo y crecimiento de la industria microfí-

nanciera, los fondos especializados generalmente no representan los intereses de los inversionistas de orientación comercial. En efecto, en el caso de Gateway de Acción, LACIF, IMI y Profund los accionistas/financiadores principales son organismos multilaterales y bilaterales<sup>29</sup>. Aunque sí parecería más acertado canalizar los fondos otorgados por donantes a través de fondos operados comercialmente, sigue siendo en gran parte el mismo dinero que circula.<sup>30</sup>

El hecho de que estos fondos especializados operen en condiciones comerciales, los convierte en un buen sustituto para determinar las preferencias de los inversionistas comerciales. Aunque es posible que los fondos especializados sean más tolerantes al riesgo que los inversionistas comerciales, ambos comparten sin embargo muchas prioridades y

<sup>29</sup> El Fondo de Microcrédito Dexia es, en cierto modo, una excepción a la regla, pues obtiene su financiamiento de inversionistas individuales interesados en el aspecto social o del desarrollo.

<sup>30</sup> Desde luego, el próximo paso para estos fondos especializados, y por extensión para el sector microfinanciero en su conjunto, es empezar a atraer dinero de una sección transversal más amplia de inversionistas. Considerando el rendimiento respetable de estos fondos, y el rendimiento subyacente del capital de 20 a 30% de algunas de las instituciones microfinancieras, esto no debería ser una tarea imposible.

<sup>28</sup> El Fondo de Inversión Social del Grupo Calvert tiene una inversión de \$1 millón en Profund. Según Shari Berenbach, Directora Ejecutiva de la Fundación Calvert de Inversión Social, las inversiones microfinancieras en mercados emergentes deben rendir más de 10% para empezar a superar la percepción de riesgo negativa asociada con estas inversiones.

preocupaciones. Por consiguiente, si la comunidad de donantes realmente pretende, como proclama, fomentar una mayor participación del capital privado, debe tomar en cuenta las opiniones de los fondos especializados.

Los administradores de fondos especializados han identificado varios problemas, algunos de los cuales reflejan los obstáculos percibidos por los círculos más amplios de la

### **Fundación Calvert de Inversión Social: La movilización de fondos del público**

Mediante sus Letras de Inversión Comunitaria, la Fundación Calvert de Inversión Social ha movilizado cerca de \$38 millones del público americano. Actualmente, hay aproximadamente 1.500 inversionistas en las letras. Las letras — que tienen una denominación mínima de \$1.000, rinden de 0 a 3% (a elección del inversionista) y se ofrecen con plazos de 1, 3 o 5 años— se venden directamente a través de la Fundación o a través de corredores-agentes. Calvert también ofrece efectos de otras ocho organizaciones involucradas en microfinanzas e inversión comunitaria.

La Fundación Calvert de Inversión Social tiene una cartera de \$52 millones (\$38 millones financiados con letras y \$14 millones administrados en nombre del Grupo Calvert) en inversiones comunitarias, de los cuales el 18% está dirigido a la microempresa y el 23% hacia la pequeña empresa. De los \$52 millones, el 84% está colocado en Estados Unidos y el 16% en mercados internacionales.

Dos de los desafíos más grandes que enfrenta la Fundación Calvert es cómo tratar de modo eficaz en función de los costos el riesgo cambiario en el lado del activo y cómo integrar las operaciones con agentes y cámaras de compensación electrónicas del lado del pasivo (que a su vez facilita el acceso a los inversionistas minoristas). Este último problema es más que nada una cuestión de costo y tamaño; un fondo debe tener unos \$50 millones antes de que pueda soportar el costo y los corredores-agentes estén dispuestos a ofrecer el fondo a sus clientes.

**Fuente:** Berenbach, Shari. Directora Ejecutiva, Fundación Calvert de Inversión Social.

inversión social de los países industrializados. Por ejemplo, para los fondos especializados que recurren a inversionistas privados (como Dexia), la escasez relativa de indicadores de impacto social eficaces dificulta la tarea de convencer a los presuntos inversionistas que su dinero tendrá, al fin y al cabo, un impacto doble, el cual será no sólo financiero sino también social.

Los fondos especializados han identificado varias preocupaciones adicionales relacionadas con la inversión social y comercial en las microfinanzas. Entre ellas se encuentran el riesgo cambiario, el financiamiento subvencionado otorgado por los donantes a las instituciones microfinancieras sostenibles, la falta de estadísticas y transparencia en el sector, las capacidades de calificación insuficientes y diversas reglamentaciones locales desfavorables.

El riesgo cambiario se menciona como una de las preocupaciones más apremiantes, puesto que ni los inversionistas ni las instituciones microfinancieras lo quieren tomar. Para los inversionistas, los préstamos en moneda local dificultan mucho el cálculo del riesgo/rendimiento; para las instituciones microfinancieras, los préstamos en moneda fuerte complican la administración del activo y pasivo puesto que normalmente prestan en moneda local.

En algunos casos, los inversionistas evitan este problema depositando un préstamo denominado en dólares en un banco local, que luego se utiliza como garantía para un préstamo en moneda local (del banco local) a la institución microfinanciera. Si bien este mecanismo parece resolver esencialmente el problema cambiario, estaría asociado con complicaciones administrativas y menor rentabilidad.<sup>31</sup> Además, no todos los países per-

---

<sup>31</sup> Por ejemplo, según Shari Berenbach de la Fundación Calvert de Inversión Social, puede tomarle varios meses al inversionista abrir una cuenta en dólares en el banco local. Además, el banco local generalmente se queda con una buena parte de la transacción al ofrecer una tasa de interés más bien

miten que sus bancos locales reciban depósitos denominados en dólares, mientras que otros prohíben la concesión de préstamos en moneda extranjera a entidades no reguladas.<sup>32</sup>

Un problema más común asociado con la reglamentación local es que eleva el costo de prestar a las instituciones microfinancieras, o de invertir en ellas, de varias maneras. Por ejemplo, si el fondo de inversión fue constituido en un país que no tiene un convenio de doble tributación con el país donde opera la institución receptora, los fondos podrían pagar doble impuesto. Hasta hace poco, el Fondo de Microcrédito Dexia, que tiene su sede en Luxemburgo, tenía este problema con sus inversiones en México.

En otros casos, la reglamentación local puede elevar los costos al exigir que la institución microfinanciera receptora guarde un porcentaje significativo del préstamo en moneda extranjera en una reserva en el Banco Central. Por ejemplo, si una entidad no bancaria otorga un préstamo en moneda extranjera a una Caja Rural de Ahorro y Crédito de Perú, la Caja tiene que reservar 33% del monto, lo cual eleva bastante el costo real de la transacción.

Otro obstáculo para una mayor participación de los inversionistas sociales y comerciales en las microfinanzas se relaciona con la falta de estadísticas y transparencia en el sector. El volumen o la capacidad de absorción es un aspecto importante para los grandes inversionistas, de manera que la información sobre el tamaño y tasa de crecimiento del sector microfinanciero es un insumo necesario para que puedan tomar decisiones. Las tasas de incumplimiento de todo el sector, por men-

---

modesta sobre el depósito en dólares y cobrar un interés relativamente alto sobre el préstamo en moneda local concedido a la institución microfinanciera.

<sup>32</sup> En India está prohibido otorgar préstamos a corto plazo en moneda extranjera a organizaciones sin fines de lucro; sin embargo, ningún país de América Latina parece tener esta prohibición.

cionar otro aspecto, también tienen gran importancia para la toma de decisiones. América Latina ha avanzado más que otras regiones en este respecto, pero la información es todavía irregular comparada con lo que normalmente está disponible en los mercados financieros corrientes.

A la falta de referencias estadísticas dentro del sector se agrega una cantidad apenas suficiente de información sobre las instituciones microfinancieras a nivel de compañía. Por ejemplo, dado que los sistemas de contabilidad son poco transparentes en algunos países, tal vez sea difícil hacer un análisis correcto de los estados financieros. Por otro lado, las empresas calificadoras de renombre recién están empezando a descubrir las microfinanzas y todavía no han adaptado sus métodos de evaluación. Mientras tanto, las firmas especializadas de evaluación o calificación microfinanciera, que conocen bien el sector, son reconocidas únicamente por los inversionistas más especializados.

Finalmente, una gran frustración expresada por todos los inversionistas especializados es que continúa el financiamiento subvencionado de instituciones microfinancieras comercialmente viables. Si bien el financiamiento subvencionado está disminuyendo en las instituciones microfinancieras latinoamericanas, los fondos de inversión especializados a menudo tienen que competir con fondos a precios inferiores a los del mercado, provistos algunas veces por sus propios accionistas.

#### **EL PAPEL DE LAS AGENCIAS DONANTES**

La participación creciente del público (a través del ahorro) y de las entidades con orientación comercial en el financiamiento de las microfinanzas coloca a las agencias donantes en una situación complicada: ¿cómo se puede apoyar el financiamiento del sector sin excluir al sector privado?

Para definir su papel en el financiamiento de las microfinanzas, las agencias donantes tienen que entender su posición relativa con respecto a otros posibles financiadores, desde

el punto de vista de la tolerancia al riesgo. Ningún otro financiador potencial es (o debería ser) tan tolerante al riesgo como las agencias donantes, para quienes asumir riesgos es una parte implícita de su mandato, y que son capaces de absorber las pérdidas potenciales que pueden causar las inversiones de alto riesgo.

Dada su tolerancia presumiblemente mayor al riesgo, las agencias donantes deberían proveer el tipo de financiamiento que los inversionistas sociales o comerciales no están dispuestos a ofrecer. A la inversa, deberían alejarse del tipo de financiamiento que los inversionistas de orientación comercial sí están dispuestos a proveer. En el mundo actual, esto significa, como mínimo, que las agencias donantes deberían evitar proveer préstamos convencionales a las instituciones microfinancieras transformadas.<sup>33</sup> Este tipo de financiamiento ya lo proveen los fondos especializados, algunos de los cuales fueron creados por agencias donantes, que además poseen una participación mayoritaria en ellas. Otorgar préstamos a las organizaciones de microcrédito sin fines de lucro podría seguir siendo justificado, pero prestar a las instituciones microfinancieras reguladas y rentables muchas veces socava sus programas de ahorro y desplaza a los fondos especializados y otros acreedores potenciales.

Por otro lado, las agencias donantes todavía parecen tener un papel claro en la provisión de capital semientendido a las instituciones microfinancieras, al transformarse éstas en instituciones financieras reguladas. Son pocos los inversionistas sociales o comerciales que se han atrevido, hasta ahora, a entrar a este nivel de riesgo, aunque el sector podría ver más actividad de parte de los fondos especializa-

---

<sup>33</sup> El argumento de que hay cabida para que las agencias donantes provean financiamiento a largo plazo a estas instituciones se está volviendo cada vez más difícil de plantear de manera convincente.

dos en el futuro.<sup>34</sup> Las agencias donantes también pueden apoyar los esfuerzos de las instituciones microfinancieras para lanzar iniciativas nuevas e “innovadoras” de financiamiento en los mercados locales e internacionales, por ejemplo, proporcionando mejoramientos de crédito para las emisiones de bonos o invirtiendo en la titularización microfinanciera global descrita anteriormente.<sup>35</sup> Finalmente, todavía hay un papel preponderante para las agencias donantes en la provisión de asistencia técnica para apoyar el desarrollo y expansión de los servicios de ahorro en las instituciones microfinancieras.

Sin embargo, es importante darse cuenta que la frontera entre el financiamiento justificado de los donantes y los operadores de orientación comercial no es estática, sino que sigue moviéndose. Hace cinco años tenía sentido que los donantes concedieran préstamos a las instituciones microfinancieras transformadas; hoy en día, con un camino a los mercados financieros ya abierto, ese financiamiento es más difícil de justificar.

Las agencias donantes podrían servir mejor al sector si cambiaran su enfoque del financiamiento directo hacia la eliminación de las barreras que actualmente impiden que las instituciones microfinancieras sostenibles accedan al financiamiento del público, de las instituciones financieras y de los inversionistas comerciales y sociales. En otras palabras, podrían verse más bien como facilitadoras de mercado, que proporcionan la infraestructura e información que los actores privados nece-

---

<sup>34</sup> Cyrano Management, administrador de fondos de LACIF, planea lanzar próximamente un fondo que ofrecerá instrumentos de capital.

<sup>35</sup> Los donantes pueden proporcionar mejoramientos de crédito para las primeras emisiones de bonos como una manera de presentar las instituciones microfinancieras a los mercados de capital y de extender el plazo promedio de sus obligaciones. Sin embargo, proporcionar mejoramientos de crédito de manera indiscriminada y repetida a instituciones microfinancieras comercialmente viables, no parece ser muy diferente ni más justificable que proporcionar financiamiento crediticio directo.

sitan, pero que el mercado no puede proporcionar fácilmente por sí mismo.

Esta clase de apoyo puede adoptar muchas formas, pero la ventaja comparativa de los donantes (respecto de los actores del sector privado) es su disposición para absorber riesgos y pérdidas, su acceso a los gobiernos y su capacidad para financiar iniciativas donde el rendimiento privado es pequeño, pero el bien público es significativo. Su disposición para absorber pérdidas les permite a los donantes participar en acuerdos (como la iniciativa de titularización global descrita anteriormente) que incluyen intereses comerciales, presentando a estos últimos al sector microfinanciero; el acceso a los gobiernos brinda a los donantes la posibilidad de influir positivamente sobre los marcos de regulación y de políticas; y la capacidad de financiar iniciativas con rendimiento privado bajo les permite proporcionar información crucial sobre el sector que las instituciones microfinancieras y los inversionistas de orientación comercial necesitan para tomar decisiones.

Los donantes deberían considerar asimismo el apoyo a la investigación y el establecimiento de mecanismos a nivel mercado que aborden las preocupaciones de una amplia gama de inversionistas, como por ejemplo el riesgo cambiario, por nombrar una de ellas. Un servicio de divisas podría permitir a los

acreedores prestar en moneda extranjera y a las instituciones microfinancieras contraer obligaciones en moneda local. La existencia de un tal servicio, de ser factible y justificable, podría incrementar de modo considerable el flujo de fondos comercialmente orientados hacia las instituciones microfinancieras.

La tendencia actual consistente en una comercialización creciente del financiamiento de las microfinanzas está disminuyendo poco a poco el campo conveniente de acción de las agencias donantes. Aunque, en general, los donantes parecen reconocer y respetar esta nueva situación, la transición a actividades de facilitación de mercado puede constituir un reto.

Las agencias donantes poseen fuertes incentivos para mostrar resultados en términos de número de operaciones y su volumen combinado. Dentro de este marco, prestar a las instituciones microfinancieras es una posibilidad particularmente atractiva, pues los números y montos se van sumando rápidamente. No es de extrañar que muchas de las agencias donantes hayan tardado en ajustar sus programas de préstamo. Sin embargo, para que las agencias donantes sigan desempeñando un papel positivo y útil en el desarrollo del sector microfinanciero, tendrán que aceptar su panorama cambiante y el papel también cambiante que juegan dentro de él.

# Bibliografía

- Berenbach, Shari. 2002. Raising Investments for U.S. Socially Responsible Investors. Ponencia presentada en el V Foro Interamericano de la Microempresa, Río de Janeiro, Brasil.
- Blue Orchard Finance. 2002. Ponencia presentada en el Simposio sobre Desarrollo, Regulación y Supervisión de la Microbanca. Comité Económico de APEC. Ciudad de México, México.
- \_\_\_\_\_. 2002. Boletín informativo trimestral, número de diciembre.
- Danel, Carlos. 2002. Emisión de bonos en el mercado de capitales. Documento preparado para el V Foro Interamericano de la Microempresa, Río de Janeiro, Brasil.
- Farrington, Todd y Julie Abrams. 2002. The Evolving Capital Structure of Microfinance Institutions. *Microenterprise Development Review*. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Fleisig, Heywood y Nuria de la Peña. 1996. Argentina: How its Framework for Secured Transactions Limits Access to Credit. Washington, D.C.: Center for the Economic Analysis of Law.
- Gibbons, David y Jennifer W. Meehan. 2002. Financing Microfinance for Poverty Reduction. Estudio encargado para la Campaña de la Cumbre de Microcrédito. CASHPOR, Malasia.
- Fondo Monetario Internacional. 2002. Estadísticas financieras internacionales. Washington, D.C.
- Jansson, Tor. 2001. Microfinance: From Village to Wall Street. Serie de documentos de buenas prácticas del Departamento de Desarrollo Sostenible, Documento número MSM-113. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- de Sousa-Shields, Marc. 2002. Financial Intermediation of Capital for Microfinance Institutions and the Potential for Social Investment. Enterprising Solutions Global Consulting. Cuernavaca, México.

## Páginas Web

- Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de Bolivia: [www.sbef.gov.bo](http://www.sbef.gov.bo)
- Superintendencia de Banca y Seguros del Perú: [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe)

## Entrevistas

Armstrong, William. Especialista Financiero Principal, Banco Interamericano de Desarrollo, 12/12/02

Arriola, Pedro. Gerente General, Caja Los Andes, Bolivia. 18/12/02.

Becerra, Angel María. Gerente Financiero, FinAmérica, Colombia. 20/12/02.

Berenbach, Shari. Directora Ejecutiva, Fundación Calvert, Washington, D.C. 13/02/03.

Carlos Ernesto Cuchilla. Gerente Financiero, Financiera Calpiá. 13/02/03

Fleisig, Heywood. Director de Investigaciones, Center for the Economic Analysis of Law (CEAL), Washington D.C. 11/12/02.

Lucano, Fernando. Gerente General, Cyrano Management/LACIF, Perú. 23/01/02

Muffelman, Silke. Gerente General, Financiera Calpiá, El Salvador. 26/02/03.

Olazábal, Carlos. Analista Financiero, Mibanco, Perú. 15/01/03.

Schrevel, Jean-Philippe de. Gerente General, Blue Orchard Finance. 23/12/02.

Silva, Alex. Gerente General, Profund, Costa Rica. 19/02/03

Sivila, Antonio. Supervisor, Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de Bolivia, 9/01/02

Soares, Marden. Asesor, Banco Central de Brasil. 9/01/02

Von Stauffenberg, Damian. Director, Microrate, Washington, D.C. 16/01/03

Uribe, Ricardo. Gerente Financiero, Mibanco, Perú. Enero 2002.

Valdés García Meza, Gonzalo. Gerente Nacional de Operaciones y Finanzas, BancoSol, Bolivia. 14/01/03, 19/02/03.