



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

# ESTUDIO SOBRE LA RENTABILIDAD E IMPACTO SOCIAL DE LAS MICROFINANZAS

Autor: Jaime Diez Velázquez

Director: Javier Márquez Vigil

Madrid

Junio 2018

Jaime  
Diez  
Velázquez

ESTUDIO SOBRE LA RENTABILIDAD E IMPACTO SOCIAL DE LAS  
MICROFINANZAS



## **I. RESUMEN**

Tras comprobar que existe un creciente interés por una inversión que combine impacto social y rentabilidad, este artículo estudia la capacidad de las microfinanzas para satisfacer esta demanda.

Primero, mediante el análisis de las instituciones microfinancieras y su desempeño global, se constata que contribuyen al desarrollo e inclusión financiera de la población de las zonas subdesarrolladas.

Segundo, tras el estudio de los procesos de inversión y la evolución de estas inversiones durante los últimos años, se concluye que el sector continúa mostrando importantes avances, aunque todavía en un proceso de desarrollo. El aumento de la inversión, la mejora de procesos y el crecimiento del sector en sí, posibilitan cada vez más la superación de las diferentes dificultades y consecución de los objetivos.

## **II. ABSTRACT**

After verifying the growing interest in investments that provide the dual return, social impact and profits, the paper analyzes the ability of microfinance to satisfy this demand.

First, by analyzing microfinance institutions and their global performance, it is proven that they contribute to the development and financial inclusion of undeveloped regions.

Second, the study of the investment processes and the performance of these investments over the last years, confirms the improvement of the microfinance sector, although it is still in a development process. The increase in number and volume of investments, the enhance of processes and the sector's growth, allow the overcoming of the different difficulties and further consecution of goals.

### **III. PALABRAS CLAVE**

Desarrollo sostenible, inclusión financiera, inversión de impacto, microfinanzas, instituciones microfinancieras, vehículos de inversión en microfinanzas

### **IV. KEYWORDS**

Sustainable development, financial inclusion, impact investing, microfinance, microfinance institutions, microfinance investment vehicles

## V. TABLA DE CONTENIDO

1. Introducción.....	5
1.1. Objetivos.....	5
1.2. Metodología.....	6
1.3. Estado de la cuestión .....	6
1.4. Partes principales del TFG .....	7
2. Desarrollo sostenible e inversión.....	9
2.2 Inclusión financiera .....	10
2.3 Inversión de impacto.....	12
3. Las microfinanzas .....	14
3.1. Origen y comienzos .....	14
3.2. Instituciones de Microfinanzas: Características y tipos .....	17
3.2.1. Características de las IMF.....	17
3.2.2. Tipos de IMF.....	20
3.2.3. Mitigación de riesgos y prácticas de repago.....	24
3.3. Las microfinanzas en cifras .....	28
4. Inversión en microfinanzas.....	31
4.1. Fuentes de capital de las IMF .....	31
4.2. Vehículos de Inversión en Microfinanzas.....	34
4.2.1. Tipos de inversores.....	34
4.2.2. Tipos de VIMs .....	39
5. Proceso de Inversión y situación actual .....	46
5.1. Sistemática del proceso de inversión .....	46
5.2. Aspectos de la Inversión .....	47
5.2.1. Filosofía de Inversión (objetivos e instrumentos).....	47
5.3. Proceso de inversión .....	47
5.3.1. Definición del universo de inversiones .....	47
5.3.2. Pre-selección .....	48
5.3.3. Análisis detallado .....	48
5.3.4. Estrategia de inversión.....	49
5.3.5. Inversión .....	51
5.3.6. Monitorización .....	52
5.4. Situación actual de las inversiones en microfinanzas.....	52
6. Conclusión.....	57
7. Bibliografía .....	60

## VI. TABLA DE ILUSTRACIONES

Figura 1: Objetivos para el desarrollo sostenible.....	10
Figura 2: Tipos de IMFs .....	21
Figura 3: Características de las IMFs.....	21
Figura 4: Prácticas de la actividad crediticia .....	22
Figura 5: Productos y servicios financieros de las IMFs.....	22
Figura 6: Estructura de los bancos comunales.....	27
Figura 7: Vías de provision de capital al sector microfinanciero.....	35
Figura 8: Tamaño del mercado de los MIVs.....	38
Figura 9: Volumen de inversión por tipo de inversor .....	39
Figura 10: Tipos de VIMs .....	40
Figura 11: Volumen de activos de los VIMs .....	44

## VII. LISTADO DE SIGLAS Y ABREVIATURAS

ASG	Ambientales, Sociales y de buen Gobierno
CAGR	<i>Compounded Annual Growth Rate</i>
CDO	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
CGAP	<i>Consulative Group to Assist the Poor</i>
GIIN	<i>Global Impact Investing Network</i>
IFI	Institución Financiera Internacional
MDB	<i>Multilateral Development Bank</i>
MIX	<i>Microfinance Information Exchange</i>
NBFI	<i>Non-Banking Financial Institution</i>
ONU	Organización de las Naciones Unidas
ONG	Organización No Gubernamental
RDB	<i>Regional Development Bank</i>
RoE	<i>Return on Equity</i>
SME	<i>Small Medium Enterprise</i>
SRI	<i>Socially Responsible Investment</i>
TER	<i>Total Expense Ratio</i>
VIM	Vehículo de Inversión en Microfinanzas
UNCTAD	<i>United Nations Conference of Trade and Development</i>

# **1. Introducción**

Desde el siglo XIX, se busca una solución al desarrollo de la población empobrecida sin la necesidad de recurrir a la gratitud de la sociedad, es decir, un método por el cual se pueda ayudar a los demás recibiendo una compensación económica. Hoy en día, las microfinanzas tratan de ocupar ese lugar, ofreciendo a las regiones en vías de desarrollo servicios financieros y distintos tipos de ayudas con el fin de que utilicen esos recursos para poder escapar de la pobreza por sus propios medios.

## **1.1. Objetivos**

Este trabajo está basado en tres objetivos fundamentales.

En primer lugar, se pretende aportar un conocimiento de la realidad, pasada y futura, del tema estudiado. Se revisará la procedencia, historia, desarrollo y evolución de las microfinanzas, sus principales actores y promotores y su impacto en la actualidad.

Segundo, se realizará un análisis sobre la efectividad del impacto de las instituciones microfinancieras en la lucha por la inclusión financiera y la erradicación de la pobreza. Además, se estudiará la capacidad de estas instituciones para operar y desarrollarse de manera independiente.

Por último, este artículo pretende conocer la capacidad de los distintos vehículos de inversión en microfinanzas, para ofrecer a sus inversores una doble rentabilidad, social y económica.

## **1.2. Metodología**

Para la realización de este trabajo se han llevado a cabo una serie de consultas, estudios y análisis de diferentes fuentes de información. Esta revisión bibliográfica incluye artículos de revistas especializadas, libros, estudios, encuestas e informes sobre el sector realizados por distintas organizaciones.

Entre las distintas fuentes se pueden encontrar corporaciones financieras como tradicionales Deutsche Bank o BNP Paribas, de cuyos estudios de investigación se han extraídos datos cuantitativos de impacto de los productos de inversión en microfinanzas. Otras instituciones como CGAP, MicroRate o Mix Market, consideradas como las agencias de 'rating' de las instituciones microfinancieras, han sido útiles para la obtención de información tanto cuantitativa como cualitativa, sobre todo en relación al impacto social de las microfinanzas. Cabe destacar el uso de estudios y encuestas realizadas por compañías de gestión de fondos de microfinanzas como Symbiotics o responsAbility. Sus estudios han servido para evaluar el progreso de los vehículos de inversión. Además, con el objetivo de comprender el proceso de inversión de manera detallada, se han evaluado prospectos e informes cuatrimestrales de fondos microfinancieros, como por ejemplo '*responsAbility Fair Agriculture Fund*'.

Se considera haber utilizado un método inductivo. Mediante la observación de eventos pasados y resultados obtenidos por diversas fuentes, se trata de llegar a conclusiones generales. Se ha llevado a cabo un análisis tanto cualitativo como cuantitativo de la información recopilada, aunque cabe destacar la importancia de las cifras y sus tendencias para la elaboración de las conclusiones.

## **1.3. Estado de la cuestión**

La inversión en microfinanzas y el desempeño social de este sector se considera un tema de actualidad e interés generalizado. La relativamente corta trayectoria de los vehículos de inversión en microfinanzas presenta muchas incertidumbres. Si bien es verdad que el sector financiero está cada vez más especializado en este sector, los inversores individuales faltan de la experiencia y conocimientos necesarios para comprender el funcionamiento de estas inversiones, además de las fortalezas y debilidades. La falta de infraestructura en comparación a los productos de inversión tradicionales, dificulta la expansión de las microfinanzas como una inversión rentable y de impacto.

#### **1.4. Partes principales del TFG**

Este TFG se compone de tres partes principales ligadas a los objetivos. La primera parte de la estructura y de manera introductoria, se centra en plasmar la importancia del tema estudiado y su relación con otros temas de actualidad como son el desarrollo sostenible y el interés de la sociedad desarrollada por la inversión responsable y de impacto.

Por otra parte, los dos siguientes bloques de la estructura se ciñen al sector microfinanciero en sí. Entendiendo este sector como la interacción de cuatro sujetos o grupos principales, como son la población en vías de desarrollo, las instituciones microfinancieras, los vehículos de inversión en microfinanzas y los inversores (institucionales, privados y públicos), el trabajo se divide en dos focos de interés.

Por un lado, se analizan el origen, la historia y la evolución de las microfinanzas y las instituciones microfinancieras, y se estudia el impacto que tienen sobre su objetivo, las regiones subdesarrolladas y su población. Y por otro, se profundiza en los dos grupos restantes de la cadena del sector, los productos de inversión y sus clientes. Se repasa la evolución de las fuentes de financiación de las instituciones microfinancieras, se estudian sus tipos y sus inversores o clientes. Más

detalladamente, se ahonda en el proceso de inversión de los fondos de microfinanzas, sus sistemas y diferentes prácticas de actuación, terminando con un resumen de su situación actual global.

## **2. Desarrollo sostenible e inversión**

### **2.1 Desarrollo sostenible**

Debido al acelerado crecimiento mundial, se estima que la población global supere los nueve mil millones de habitantes en el año 2050, incrementando así la demanda de recursos y bienes. Dado este rápido crecimiento, la innovación social y medioambiental se convertirán en los principales puntos de desarrollo estratégico, con el objetivo de facilitar el suministro de materias primas, alimentos, energía y servicios médicos a la creciente población. Como consecuencia, las compañías deberán destinar e invertir sus recursos en un crecimiento sostenible en ambos espacios, social y medioambiental, para mantener e incrementar su competitividad en los mercados globales (Banco Mundial, 2017).

Los primeros esfuerzos en lograr la implementación de dicho crecimiento sostenible se remontan al siglo XIX. Ciertos países europeos llevaron a cabo múltiples iniciativas entre sí, fomentando así un desarrollo sostenible mediante la colaboración. Sin embargo, no fue hasta mediados del siglo XX donde esta idea de sostenibilidad llamó la atención de las grandes compañías y los negocios corporativos. Importantes avances en las tecnologías de la información y comunicación resultaron en significantes mejoras en la organización de la información y las transferencias de recursos financieros, agilizando el desarrollo y crecimiento de compañías e incluso de industrias completas (Cull, 2015).

Actualmente, el desarrollo sostenible continúa incrementando su relevancia en la economía global, dado que la inversión busca cada vez más la sostenibilidad a largo plazo para la explotación de sus recursos financieros. De este modo numerosas firmas se esfuerzan por conseguir una sostenibilidad orgánica que atraiga al creciente número de inversores responsables, y lo hacen amoldándose a las características de la inversión socialmente responsable (SRI, por sus siglas en

inglés *Socially Responsible Investment*), como pueden ser la integración de factores ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG). Esta tendencia se fortalece mediante los objetivos para el desarrollo sostenible establecidos por la Organización de las Naciones Unidas (ONU), los cuales incentivan a actores globales y regionales a tomar iniciativas sociales y medioambientales con el fin de convertir la sostenibilidad en el principal pilar del desarrollo económico (ONU, 2015).

**Figura 1: Objetivos para el desarrollo sostenible**



Fuente: ONU (Septiembre, 2015), *Objetivos de Desarrollo Sostenible*. Naciones Unidas

Está en el interés común, la prosperidad de compañías y/o modelos de negocio basados en la sostenibilidad y en la responsabilidad social, habilitando de tal modo una inversión más atractiva a largo plazo junto con beneficios económicos, sociales y medioambientales.

## 2.2 Inclusión financiera

Cada vez son más las reformas estudiadas en el sector financiero para promover la inclusión financiera, ya que esta es parte integral de los objetivos para

el desarrollo sostenible de las Naciones Unidas. En la erradicación de la pobreza (objetivo número uno) se menciona explícitamente la importancia que tiene el acceso a los servicios financieros y la evidencia de la inclusión financiera como pieza clave para la consecución de otros objetivos del desarrollo sostenible. Una publicación de CGAP, destaca la necesidad de extender la inclusión financiera mundialmente para alcanzar los cinco objetivos siguientes (Figura 1) (González, 2013).

Un creciente número de inversores están empezando a considerar sus portfolios no solo como una fuente de ingresos y beneficios, sino como un medio para generar un impacto positivo. Se han dado cuenta del poder y la responsabilidad que tienen a la hora de invertir sus recursos. Inversores tanto institucionales como privados están colaborando activamente con iniciativas sobre finanzas sostenibles, bien sea mediante conferencias, actividades con asociaciones, mediante la redacción de principios o mecanismos de retribución. De todos modos, la creciente involucración sigue siendo escasa para la inmensa parte de la población que necesita este desarrollo.

Los vehículos de inversión en microfinanzas están especializados en este tipo de inversiones, donde se combina rentabilidad con impacto social, sobre todo centrado en la inclusión financiera. Ofrecen oportunidades de inversión con rentabilidades estables y escasa volatilidad en países en vías de desarrollo, las regiones con el mayor potencial de crecimiento. Estas inversiones se centran en la base de la pirámide de la población, pequeñas y medianas empresas de países en vías de desarrollo y familias de escasos recursos. Además, mediante el desarrollo de la inclusión financiera, colaboran directamente con la financiación de actividades agrícolas, la educación, la sanidad, las energías renovables y demás tecnologías limpias, fomentando con la consecución de los primeros ocho objetivos para el desarrollo sostenible de la ONU. Muchas iniciativas y programas de las

microfinanzas se enfocan también en la mujer y su empoderamiento en zonas subdesarrolladas (Symbiotics, 2016).

## **2.3 Inversión de impacto**

La inversión de impacto se refiere a aquellas inversiones en compañías, organizaciones y fondos de inversión con la intención de generar un impacto social y medioambiental a la vez que un beneficio económico (GIIN, 2018). Esta definición difiere de inversiones filantrópicas (donde no se busca la recompensa económica) y de las inversiones socialmente responsables (donde se evitan impactos negativos, pero no se buscan activamente los positivos)

El término 'inversión de impacto' apareció en el 2007, pero la actividad lleva existiendo varias décadas. Esta actividad se desarrolla tanto en países desarrollados como en subdesarrollados. A día de hoy existen más de 300 fondos de inversión de impacto dirigidos por gestoras de fondos de microfinanzas o por gestoras de fondos corrientes como JP Morgan o UBS.

Los inversores de impacto se pueden clasificar según sus motivaciones. Aquellos centrados en el impacto antes que en la rentabilidad económica, están dispuestos a obtener un menor beneficio mientras maximicen el impacto social. Por otro lado, están los inversores que buscan maximizar su beneficio dejando el impacto en un plano secundario, aunque sin olvidarlo.

En un estudio realizado por la CGAP en diciembre de 2011, se descubrió que los 50 mayores fondos de inversión de impacto activos en países subdesarrollados, acumulaban \$8.6 billones en activos bajo gestión. Las microfinanzas eran responsables de \$6.4 billones de estos \$8.6 billones, casi tres cuartos del total (González, 2013).

Este fuerte lazo entre las microfinanzas y la inversión de impacto introduce la idea de que la inversión en microfinanzas no solo ofrece un impacto social, sino que también proporciona una rentabilidad.

## 3. Las microfinanzas

### 3.1. Origen y comienzos

A principios del siglo XIX, los filántropos se centraron en buscar soluciones con motivaciones económicas y con el fin de proveer oportunidades a los pobres de tal manera que pudiesen mejorar sus vidas por sus propios medios. Lysander Spooner, filósofo político y empresario estadounidense, mediante su libro *“Pobreza: Sus causas ilegales y su cura legal”*, investigó y escribió sobre los beneficios de los microcréditos. Los microcréditos son pequeños préstamos dirigidos a personas de escasos recursos, es decir, aquellas cuyo acceso al sistema bancario es limitado o inexistente debido a sus bajas garantías, pero que tienen una capacidad emprendedora. Por lo tanto, estos recursos son destinados a la creación de pequeñas empresas y a la generación de empleo, generalmente en países o zonas en vías de desarrollo (Martín López, 2018). Spooner se centró en la concesión de microcréditos a pequeños emprendedores y granjeros, argumentando el potencial que supone una pequeña cantidad de recursos para estos individuos, permitiéndoles salir de su situación actual mediante el desarrollo de su negocio.

Por otro lado, en 1865, Friedrich Raiffeisen fue el principal impulsor de las cooperativas de ahorro, crédito y agrícolas, basándose en los principios de auto ayuda y auto responsabilidad. Esta iniciativa le llevó a ser el fundador de las primeras cajas de préstamo rurales, cuyo fin era el alivio de las necesidades financieras de la población rural. Además, en 1872, se creó el Banco Cooperativo Agrario Renano en Neuwiend como primera caja central rural, que compensaría las faltas de liquidez de las pequeñas cooperativas de ahorro y crédito. Las motivaciones y logros de Raiffeisen contribuyeron al desarrollo de más de 2 millones de alemanes (Colvin, Hendersen y Turner, 2018).

Posteriormente, en 1960, Dr. Akhtar Hameed Khan, inspirado por la idea de financiar a los más necesitados, promovió la participación en el desarrollo rural en Pakistán y fomentó la participación de distintas comunidades en proyectos como el Comilla Model<sup>1</sup> o el Orangi Pilot Project. La presencia de estos modelos fue un importante peldaño para la exploración de las microfinanzas (Rahman Khan, 1979).

El éxito de los microcréditos, las cooperativas y los proyectos previamente mencionados dio lugar al término microfinanzas. Englobando los anteriores términos, las microfinanzas hacen referencia a aquellos servicios bancarios destinados a individuos o grupos de bajos recursos que de otra manera no tendrían acceso a los servicios financieros, con el objetivo de que esta población empobrecida se convierta en autosuficiente. Las microfinanzas incluyen diversos servicios y productos, desde microcréditos a cuentas bancarias o micro seguros (Investopedia, 2018).

La exitosa implementación de las microfinanzas se materializó en 1961 con la creación de ACCION, la primera institución microfinanciera (IMF). Fundada en 22 barrios de chabolas en Venezuela, comenzó como una iniciativa para el desarrollo de las comunidades. Pero, fue en 1973, una vez expandida hasta Brasil, donde ACCION emitió los primeros préstamos para microempresas. El impacto de esta primera IMF logró atribuirse la creación de aproximadamente 1.400 nuevos puestos de trabajo en tan solo 4 años (ACCION, 2018).

En 1976, comienza a retumbar con más fuerza el nombre de un exprofesor de economía convertido en banquero, que desarrolló el modelo de las microfinanzas modernas en Bangladesh, Muhammad Yunus. Autor también de varios libros entre

---

<sup>1</sup> El proyecto Comilla Model fue un programa de desarrollo rural que fomentaba las cooperativas microfinancieras y el microcrédito. Fue fundado por el Dr. Akhtar Hameed Khan y lanzado por la Academia de Desarrollo Rural en Pakistán. Fuente: Rahman Khan, A. (1979), *The Comilla Model and the Integrated Rural Development Program of Bangladesh: An Experiment in 'Cooperative Capitalism'*. World Development Vol. 7, pp. 397-422.

los que se encuentra *'El banquero de los pobres'*, Yunus defiende la capacidad de "los pobres de los pobres" para llegar a ser autosuficientes mediante la concesión de un pequeño préstamo. Describe el microcrédito como un derecho humano especialmente beneficioso para las mujeres, a quien les da la oportunidad de escapar de condiciones represivas en términos socio-económicos, muy habituales en países subdesarrollados. Muhammad Yunus argumenta también que, las microfinanzas son contrarias a las políticas sociales tradicionales las cuales, equiparan la creación de trabajo con la reducción de pobreza, restringen el acceso de la mujer al mercado laboral y solamente reconocen el empleo asalariado (olvidando el emprendimiento). Yunus cree que se debe establecer una nueva metodología que incorpore de manera permanente al sector informal, autónomos y emprendedores, en el marco económico (Yunus y Jolis, 2003).

Con esta ideología como sus cimientos, Muhammad Yunus fundó el Banco Grameen, institución microfinanciera y banco de desarrollo comunitario. Iniciado como un proyecto de investigación en la universidad de Chittagong, el Banco Grameen fue autorizado como banco independiente por la legislación de Bangladesh en 1983 y fue pionero en su modelo, dando lugar a futuras instituciones microfinancieras como el Banco Grameen II en 1990 o el Banco Rakyat en Indonesia. La visión de Muhammad Yunus se centraba en la erradicación de la pobreza, pero cabe destacar su fuerte hincapié en la importancia de la evolución de las organizaciones lucrativas con fines sociales. Afirmaba que "las empresas con fines sociales operarían y competirían en el mismo mercado que las organizaciones puramente lucrativas."

Al comienzo del nuevo siglo, el Banco Grameen demostró ser una empresa exitosa y el año 2005 fue proclamado como el Año Internacional del Microcrédito por el Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas (ONU, 2015). Además, fue en 2006 cuando se reconoció personalmente la labor de Muhammad Yunus y el Banco Grameen con el Premio Nobel de la Paz, por su prodigiosa labor habilitando

la salida de la pobreza y el posterior desarrollo social de una gran cantidad de pobres, junto con el fortalecimiento de la democracia y los derechos humanos fundamentales (Nobel Price, 2006).

### **3.2. Instituciones de Microfinanzas: Características y tipos**

Las Instituciones de Microfinanzas o instituciones microfinancieras (IMFs) son entidades dedicadas a la provisión de servicios financieros a personas de escasos recursos, con el objetivo de que puedan obtener una rentabilidad de dicho capital y salir de su situación de pobreza por sí mismos (Lacalle Calderón, 2001 p.121-122).

De acuerdo con una de las últimas estimaciones del Banco BNP Paribas (uno de los más activos en inversión de impacto), actualmente existen alrededor de 3.000 instituciones microfinancieras en el mundo<sup>2</sup>. Estas instituciones han servido a más de 130 millones de clientes con un total de \$102 billones en créditos y asistencia financiera (BNP Paribas, 2018).

#### **3.2.1. Características de las IMFs**

Por causa de las diferencias entre sus clientes, las IMFs han particularizado sus operaciones de acuerdo a las necesidades de su clientela, demostrando una viabilidad económica y financiera sostenible. Las instituciones microfinancieras se diferencian de las instituciones financieras tradicionales por una serie de características específicas que definen sus operaciones:

- Enfoque hacia colectivos de escasos recursos financieros y zonas geográficas subdesarrolladas:

---

<sup>2</sup> Número de IMFs que reportan a *The Mix*. El Banco Mundial estima alrededor de 7.000 IMFs.

La característica más representativa de estas organizaciones es el enfoque hacia las zonas subdesarrolladas y sus habitantes de escasos recursos. El objetivo final de estas instituciones es la reducción de los niveles de pobreza mediante la proporción de recursos financieros.

- Conocimiento del mercado atendido y control de riesgo:

Generalmente, los clientes de las instituciones microfinancieras son analfabetos o con estudios muy limitados, que no disponen de garantías para avalar sus créditos. Sin embargo, suele destacar un espíritu e iniciativa empresarial generalmente animada por la posibilidad de escapar de la precariedad en la que habitan. De este modo, los servicios ofrecidos por estas instituciones se diferencian de los ofrecidos por la banca tradicional en que:

- Las garantías requeridas como aval son escasas o inexistentes.
- Las transacciones buscan la mayor sencillez, de cara a la clientela analfabeta (plazos y tipos de interés fijo y contratos con terminología simple).
- Oficinas cercanas a las poblaciones donde habita o desarrolla su actividad empresarial la clientela.
- Cuantías y vencimientos del préstamo reducidas como resultado de las necesidades existentes.
- Evaluaciones de crédito ágiles con el objetivo de reducir tiempos de espera.

Por motivos semejantes, las IMF's han desarrollado unas prácticas particulares para la evaluación y mitigación de riesgo, como pueden ser las metodologías utilizadas en los bancos comunales, grupos solidarios o uniones de crédito que analizaremos en detalle más adelante.

- Elevados costes administrativos:

Como consecuencia del exhaustivo análisis del mercado, procesos administrativos y burocráticos (incluyendo el transporte de datos e información hasta estas zonas subdesarrolladas) y control de riesgos, los costes de las IMFs suelen ser elevados. Estos costes se reflejan en los intereses cobrados a sus clientes con el objetivo de ser instituciones sostenibles e independientes de donaciones. Sin embargo, en comparación al tamaño de los créditos concedidos, son intereses desorbitados. Este es uno de los puntos de análisis más importante para las IMFs y entraremos en mayor profundidad más adelante.

- Autosuficiencia financiera:

Como se menciona en el anterior punto, la independencia o autosuficiencia financiera, es vital para prosperidad de estas instituciones; y esta autosuficiencia, en particular para las instituciones financieras, implica que mediante los ingresos se cubran los gastos operativos, pero también los costes de capital. Además, se debe considerar un margen de estos ingresos dedicado al crecimiento orgánico y a la inflación, que en muchos de estos países se aleja del idealizado 2%. Surge de nuevo el debate sobre si las tasas de interés que se deberían aplicar son unos tipos semejantes a los de mercado, o generosamente elevadas para cubrir los altos costes.

- Escala y prioridad del ahorro:

La captación de capital de sus clientes en forma de ahorro es, para las IMFs, tan importante y necesaria para la consecución de un crecimiento orgánico como la autosuficiencia financiera, aunque sean parcialmente contraproducentes. Es decir, las IMFs necesitan aplicar unos altos tipos de interés para afrontar sus costes, pero los clientes necesitan del ahorro para desarrollar su negocio y escapar de la pobreza. Cuanto más altos los tipos de interés menos ahorran, o, dicho de otra manera, más rentabilidad necesitan sacarle a ese capital prestado. Sin embargo, es el ahorro de los

microempresarios depositado en las IMFs lo que le da a estas la capacidad de ser autosuficientes y no depender de donaciones o terceros para poder conceder los microcréditos. Vemos por lo tanto que este sistema es una cadena en bucle, pero aquí es donde entra en juego el concepto de escala, ya que es el volumen de negocio el que consigue darle estabilidad a estas instituciones. En cada caso, un número de clientes permitirá a la IMF operar de manera independiente debido al volumen de créditos y ahorro, posibilitando un crecimiento y una expansión hacia nuevos clientes y zonas geográficas (Lacalle Calderón, 2001 p.125-131).

### **3.2.2. Tipos de IMFs**

Diversos estudios centrados en las instituciones microfinancieras han concluido que estas instituciones no son homogéneas, sino que son heterogéneas por naturaleza. Estos estudios muestran que dichas instituciones financieras difieren unas de otras en varios aspectos. Dado son heterogéneas, el entendimiento de los diferentes tipos es muy útil a la hora de comprender sus diferencias y evaluarlas adecuadamente. Ya que los gobiernos de las distintas naciones regularán estas instituciones de manera diferente, conocer la naturaleza de estas aporta un gran valor a este estudio (Nasiru Liman, 2017 p. 7).

Cada nación forma su enfoque particular sobre estas instituciones y existen pequeñas variaciones en las clasificaciones dependiendo del país. De tal modo, y con el objetivo de obtener una clasificación clara, vamos a analizar los diferentes tipos de IMFs de un país concreto según el tipo de propietario, en este caso Nigeria<sup>3</sup>.

De acuerdo con los resultados del estudio, actualmente, en Nigeria operan cinco tipos distintos de IMFs. Esta clasificación depende de su tipo de propietario o

---

<sup>3</sup> Estudio realizado por Nasiru Liman Zuru, Mohd Khairuddin Hashim, Darwina Arshad con el objetivo de identificar los diferentes tipos de Instituciones Microfinancieras en Nigeria. Fuente: MAYFEB Journal of Business and Management – Vol. 2 (2016) pp.7-17.

accionariado. Los cinco tipos incluyen: los bancos comunitarios, IMFs privadas, IMFs del Gobierno, IMFs de las ONGs y IMFs extranjeras. De acuerdo con el Banco Central de Nigeria, existen 872 IMFs licenciadas en el país y como se expone en la Figura 2, existe un claro dominio de los bancos comunitarios seguido por las IMFs de propiedad privada.

**Figura 2: Tipos de IMFs**

Tipos de IMF	Número de IMFs	(%)
Bancos Comunitarios	505	57.9%
IMFs privadas	130	14.9%
IMFs gubernamentales	115	13.2%
IMFS no gubernamentales	65	7.4%
IMFs extranjeras	58	6.6%
<b>Total</b>	<b>872</b>	<b>100%</b>

*Fuente: MAYFEB Journal of Business and Management – Vol 2 (2016) pp.9*

**Figura 3: Características de las IMFs**

Types of MFIs	Ownership	Source of Capital	Initial Amount of Capital (Naira)	Legal Form
Community Bank	Community	Shareholders' funds	20 million to 100 million	Private limited
Private MFI	Shareholders and partners	Shareholders' funds	20 million to 2 billion	Private limited
Government MFI	Government	Government grants	20 million	Government Agency
NGO owned MFI	NGO	NGO grants	20 million to 100 million	Private limited
Foreign owned MFI	Shareholders and partners	Shareholders' funds	20 million	Private limited

*Fuente: MAYFEB Journal of Business and Management – Vol 2 (2016) pp.10*

**Figura 4: Prácticas de la actividad crediticia**

Types of MFIs	Duration of Loan	Interest Rate	Repayment Installment	Minimum Amount of Loan (Naira)
Community Bank	3 to 6 months	Less than 5% to more than 20%	Daily, weekly and monthly	10,000 Naira
Private MFI	3 to 6 months	16% to more than 20%	Weekly and monthly	85,000 Naira
Government MFI	6 months	Less than 5% to 20%	Weekly and monthly	10,000 Naira
NGO MFI	3 to 6 months	Less than 5%	Daily and weekly	10,000 Naira
Foreign MFI	3 to 6 months	16% to more than 20%	Weekly and monthly	25,000 Naira

Fuente: MAYFEB Journal of Business and Management – Vol 2 (2016) pp.11

**Figura 5: Productos y servicios financieros de las IMFs**

Types of MFIs	Financial Products and Services
Community Bank	Micro loans and accept deposits
Private MFI	Micro loans and accept deposits
Government MFI	Micro loans, accept deposits, transfer funds and training of clients
NGO owned MFI	Micro loans and training of clients
Foreign owned MFI	Micro loan and accept deposits, insurance, consultancy

Fuente: MAYFEB Journal of Business and Management – Vol 2 (2016) pp.11

Las figuras 3, 4 y 5 clasifican los cinco tipos de IMFs según la propiedad o accionariado, la fuente de capital, capital inicial necesario y estructura legal, e identifican las diferentes prácticas de la actividad crediticia y productos y servicios ofrecidos de cada una.

- **Bancos Comunitarios:**

Los bancos comunitarios pertenecen a aquellos individuos que forman parte de la comunidad en la que se encuentran y obtienen sus fondos de sus accionistas, también dentro de la comunidad. El capital inicial varía entre los 20 y 100 millones de Naira<sup>4</sup> y mantienen una estructura legal de sociedad de responsabilidad limitada. Los bancos comunitarios ofrecen microcréditos y cuentas de ahorro. Sus créditos se definen por la corta duración (3-6 meses)

<sup>4</sup> Naira: moneda oficial de Nigeria. USD/NGN=360.498 <www.xe.com> [30/5/2018]

así como por la flexibilidad de los plazos, que varían entre mensual, semanal e incluso diarios. Además, el crédito mínimo es menor que el de otros tipos de IMFs (10.000 naira) y los intereses oscilan entre el 3% y el 20%.

- Las IMFs Privadas:

Pertenecen a sus accionistas y socios, y obtienen de ellos los fondos necesarios. Las IMFs Privadas suelen tener un capital inicial mayor que los bancos comunitarios, variando entre 20 millones y 2 billones de naira. Al igual que los bancos comunitarios, se consolidan como sociedades de responsabilidad limitada. Aunque ofrecen los mismos productos, las IMFs privadas exigen un mayor tipo de interés (a partir del 16%) y su crédito mínimo parte de los 85.000 naira. Cabe destacar que estas instituciones no personalizan tanto sus servicios debido al mayor volumen de negocio, por tanto, los plazos de repago parten de los semanales.

- Las IMFs Gubernamentales:

Son propiedad del gobierno, quien otorga donaciones y subvenciones como fuente de capital. Generalmente el capital inicial ronda los 20 millones de naira y su forma legal queda denominada como agencia del gobierno. Estas instituciones se caracterizan por ofrecer, aparte de microcréditos y cuentas de ahorro, servicios de transferencias de fondos y formación financiera para sus clientes. Sus créditos suelen ser de mayor duración que los del resto (6 meses).

- Las IMFs No Gubernamentales:

Como su nombre indica, están constituidas por ONGs. Son estas organizaciones quienes actúan como fuente de capital otorgando donaciones. El capital inicial suele estar entre los 20 y 100 millones de naira y su forma legal es de responsabilidad limitada. Sus productos y servicios son los más flexibles. A pesar de no ofrecer cuentas de ahorro, si ofrecen

formación financiera. Además, ofrecen créditos de corta duración (3 meses) y posibilidad de repago diaria.

- Las IMFs Extranjeras:

Difieren de las IMFs Privadas en su procedencia extranjera y un capital inicial normalmente menor (entorno a los 20 millones de naira). Su oferta de productos y servicios es la más completa, añadiendo a la lista servicios de consultoría y microseguros. Al igual que las IMFs privadas, los intereses son elevados, pero ofrecen un crédito mínimo mucho inferior (de 25.000 naira).

Las conclusiones de este estudio de investigación, confirman la heterogeneidad de las instituciones microfinancieras, en función de la propiedad o accionariado, la fuente de capital, capital inicial necesario y estructura legal. Sin embargo, cabe destacar la relación entre el agente propietario de la institución, la clientela y las prácticas crediticias. Por ejemplo, los bancos comunitarios, formados por individuos pertenecientes a la comunidad, ofrecen una elevada flexibilidad en sus productos (corta duración, repago diario y menor cuantía del crédito mínimo), a diferencia de las IMFs privadas o extranjeras que por el mayor volumen necesitan simplificar su oferta de productos. Además, los tipos de interés ofrecidos varían enormemente de aquellas IMFs que necesitan ser autosuficientes, como las privadas, ya que no dependen de donaciones como las gubernamentales o las IMFs propiedad de ONGs (Nasiru Liman, 2017 p. 14).

### **3.2.3. Mitigación de riesgos y prácticas de repago**

Las instituciones microfinancieras, al igual que los bancos tradicionales, dependen prácticamente en su totalidad de su efectividad a la hora de emitir crédito. Por ejemplo, una institución microfinanciera, necesita asegurar el total reembolso de los créditos concedidos para alcanzar sus objetivos financieros y sociales. De esta forma y como mencionábamos previamente, las instituciones microfinancieras

han desarrollado diversos métodos específicos para evaluar y mitigar los riesgos potenciales. Algunos de los métodos más utilizados son los siguientes:

- Grupos Solidarios:

Los grupos solidarios son una práctica financiera que consiste en conceder un crédito a un conjunto de personas (generalmente grupos de 5-8 personas) que mantienen un vínculo común, ya sea familiar, vecinal o empresarial, compartiendo una serie de intereses entre los que se encuentra el acceso al préstamo. De la misma manera, el grupo se consolida como una garantía solidaria sobre el préstamo ya que cada uno de los miembros es responsable del pago del crédito (Berenbach y Guzmán, 1992 p.16). Gracias al involucramiento de los miembros a la hora de repagar el préstamo, se crea una presión social muy efectiva sobre cada componente del grupo. Esta práctica es muy común en zonas donde las conexiones sociales son de vital importancia a la hora de hacer negocios. Algunos estudios han corroborado la eficacia de esta metodología en la devolución de préstamos, sobre todo aquellos sin garantías reales (Nasiru Liman, 2017 p. 9). Las características más representativas de esta práctica son:

- La responsabilidad compartida, donde el impago de un solo miembro recae sobre el resto, lo que crea la presión social.
- Los integrantes deben mostrar un vínculo común y capacidad de emprendimiento. Es decir, el fin del crédito común debe ser productivo a nivel individual.
- Los costes burocráticos y administrativos se dividen por el número de integrantes del grupo.

- Uniones de Crédito:

Es una práctica muy utilizada por las cooperativas de crédito y que consiste, una vez más en la asociación de un grupo de personas (en algunos países en forma de sociedad anónima) cuyo objetivo es la consecución del acceso

al crédito y distintos servicios financieros. (Conde, 2000 p.28-30). Se caracterizan por:

- La consecución individual del acceso al crédito y servicios de ahorro de los integrantes.
- La necesidad de compatibilizar el ahorro con el acceso al crédito, utilizando el ahorro como aval. Esto sirve como motivación hacia la productividad del capital prestado y el ahorro con la misma entidad.

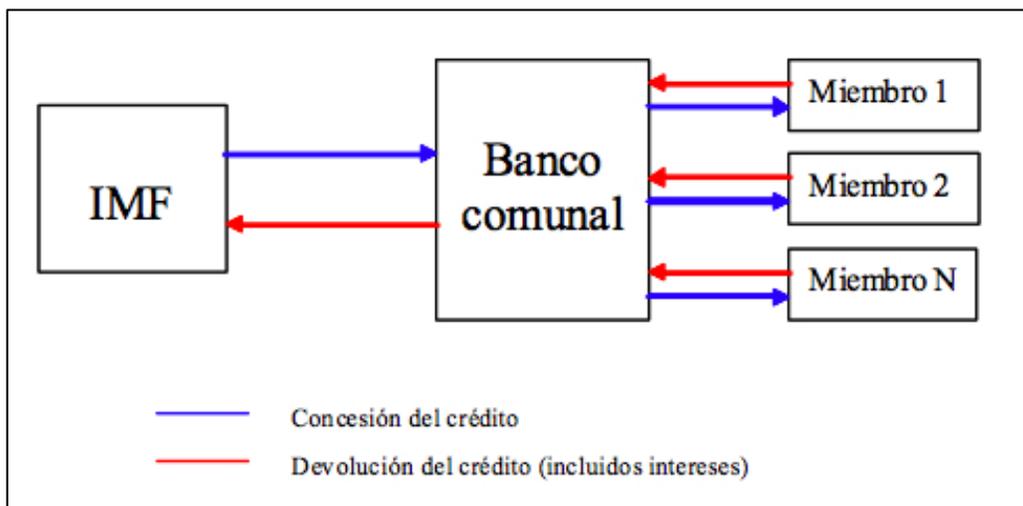
- Bancos Comunales:

Esta metodología consiste en la agrupación de un mayor número de personas (entre 30-50) de la misma comunidad, creando una organización que actúa como intermediaria entre las IMFs y los prestatarios individuales. La IMF se encarga de la organización y formación de este banco intermediario y de la concesión de un único préstamo, que es distribuido por los miembros. El banco comunal se encarga de recolectar la totalidad de la devolución del préstamo de cada miembro y realiza un único repago a la IMF.

Características:

- La base del funcionamiento son la presión social y la solidaridad.
- Estos préstamos son muy personalizables y se ajustan a las necesidades de la comunidad que forma el banco comunal.
- Generalmente están compuestos por mujeres.

**Figura 6: Estructura de los bancos comunales**



*Fuente: Elaboración propia*

- Préstamos Individuales: Como su nombre indica, esta metodología se basa en las prácticas de los bancos habituales, donde un solo individuo recibe el préstamo adaptado a sus necesidades y este lo repaga en conjunto con los intereses al vencimiento. Sin embargo, la falta de garantías y la escasez de recursos de los individuos de estas zonas geográficas, eleva altamente el riesgo de reembolso elevando así los intereses cobrados. Pero, las IMFs han desarrollado métodos basados en la evaluación social para sustituir el aval físico por el aval social. Por ejemplo, la facilidad para conseguir un segundo crédito se basa en la eficacia de repago del anterior. Es decir, esta metodología no solo incentiva la productividad del capital prestado, sino que también crea interés por la credibilidad de los prestatarios (Nasiru Liman, 2017 p. 11).
  - Estos préstamos suelen ser de menor cuantía que los concedidos a grupos.
  - Los plazos de repago de intereses y del monto total son de menor duración que los de los préstamos grupales.
  - Las tasas de interés impuestas suelen ser más elevadas.

### 3.3. Las microfinanzas en cifras

En 2016, las IMFs sumaron 132 millones de clientes de escasos recursos, otorgando \$102 billones de crédito, lo que supone un incremento del 9.6% el número de clientes y el 9.4% en volumen de servicios financieros. Las 100 mayores IMFs representan el 76% del mercado global con un portfollio de crédito de \$77.1 billones y 88.1 millones de clientes en el sector microfinanciero. En 2016, las instituciones financieras no bancarias<sup>5</sup> reportaron la mayor concentración de clientes (35%) seguidas de los bancos (33%).

- Regiones:

- Asia del Sur: fue en 2016, la zona geográfica donde más clientes tuvieron las IMFs con una cuota del 59%. Registraron un incremento de préstamos y de clientes del 23% y del 13.4% respectivamente. Sin embargo, este fuerte crecimiento fue, en efecto menor que el del año anterior.
- Latino América y Caribe: registraron una tasa de crecimiento de clientes superior al 8% y consiguieron una cuota de mercado de los préstamos del 42%. Esta región experimentó fusiones de IMFs, con consecuencias positivas en zonas como Perú, al contrario que en Méjico.
- Europa del Este y Asia Central: durante los años 2015 y 2016, estas zonas continuaron registrando un fuerte declive de clientes y volumen de préstamos (-2,5% y -11-1% respectivamente) debido a las crisis

---

<sup>5</sup> NBFIs por sus siglas en inglés: Non-Banking Financial Institutions. Son aquellas instituciones financieras que no disponen de licencia de banco completa o porque no están reguladas por una institución nacional o internacional.

políticas y económicas y la volatilidad de las divisas. Esto impactó a toda la actividad de las IMFs de la región.

- África: Por su cuenta, se ha mantenido estable, generando un crecimiento estable del 2.3% en número de clientes y una pequeña disminución en el portfolio de préstamos (-0,6%). África cuenta con el segundo préstamo medio más bajo (\$450) después de Asia del Sur, pero no cuenta con su volumen y clientela (Perron, 2017).

- Cientes:

Las mujeres siguen siendo las clientes objetivo de las IMFs en todo el mundo abarcando el 84% de la clientela. En Asia del Este incluso llegan a significar el 94% de todos los prestatarios, al igual que en Sud Asia con un 92%. En el resto del mundo, oscilan entre un 60% y un 40%. Las zonas rurales por su parte, abarcan un 60% del mercado mundial. (BNP, 2017)

- IMFs:

El RoE de las instituciones microfinancieras se ha mantenido estable durante los últimos años, presentando un ligero incremento con respecto al año anterior (del 7.9% al 8.1%). La rentabilidad bruta media de los portfolios de crédito de las IMFs globales se ha situado en torno al 26.5%, siendo superior en África y alcanzando el mínimo en el Sudeste Asiático.

El ratio de gastos operacionales, una medida de los gastos de entrega de crédito, también se mantuvo estable, incluso se redujo en zonas como el Sudeste Asiático que mantiene los niveles más bajos en este aspecto. El PAR a 30 días (portfolio at risk), que mide el volumen de préstamos pendientes de un portfolio, incrementó de manera global. Esto se debe, sobre todo al aumento del volumen de los portfolios y número de clientes (BNP, 2017).

Los depósitos y las cuentas de ahorro se han convertido en la mayor fuente de financiación de las IMFs, por delante de la renta fija y variable. Los depósitos ya suponen un 57% de la financiación de las IMFs, lo que supone un fuerte acercamiento a la sostenibilidad de estas.

Las IMFs están diversificando cada vez más su gama de productos, atendiendo a distintas necesidades y completando diferentes piezas de la inclusión financiera y el desarrollo. Independientemente de los productos y servicios relacionados con el crédito, las IMFs ofrecen cada vez más, educación financiera y empresarial, seguros, programas de emprendimiento y empoderamiento de las mujeres. Todas estas actividades complementan a los pioneros microcréditos y contribuyen a la consecución de la inclusión financiera, el desarrollo y la salida de la pobreza (Perron, 2017).

## 4. Inversión en microfinanzas

### 4.1. Fuentes de capital de las IMF

El éxito del Banco Grameen provocó, durante los años 70 y 80, un fuerte crecimiento de las instituciones microfinancieras en los países desarrollados apoyadas por subvenciones tanto de organizaciones públicas como privadas. Sin embargo, el acelerado crecimiento provocó que un modelo de negocio basado en 'ayudas' fuera insostenible, por lo que muchas IMF's llevaron a cabo reestructuraciones orgánicas con el objetivo de atraer un mayor número de inversores comerciales (MicroRate, 2007). Esta presencia internacional de las IMF's, atrajo inicialmente la inversión de las instituciones financieras internacionales (IFIs) a las que sucederían los Vehículos de Inversión en Microfinanzas.

- Instituciones Financieras Internacionales (IFIs)

Las IFIs son organizaciones generalmente fundadas por los gobiernos de distintas naciones y por lo tanto sujetas al Derecho Internacional. Estas organizaciones admiten únicamente países soberanos como miembros propietarios y suelen estar constituidas por varios países, entre los que se distinguen países en vías de desarrollo como prestatarios, y países desarrollados como prestamistas. Los miembros de estas organizaciones, no están limitados por regiones, sino que se conforman de manera global, independientemente de la región en la que se encuentre el país. Cada IFI tiene su estado legal y operacional independiente, y debido al considerable número de países miembros de cada organización, se mantiene un alto nivel de cooperación (Bhargava, 2006 p.393-398).

El origen de estas instituciones se remonta al final de la Segunda Guerra Mundial, cuyo fin inicial fue la ayuda a la reestructuración de Europa y la cooperación internacional de la gestión del sistema financiero mundial. Hoy

en día, las IFIs, entre las que destacan el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional o el Banco Europeo de Inversiones, tratan de fomentar el desarrollo económico y mejorar las relaciones económicas entre naciones (Bank Information Center, 2018). El principal papel desempeñado por las IFIs es la financiación y asistencia técnica a programas específicos de distintos países, aunque apoyan de manera activa programas de alcance global.

Dentro de los IFIs, destacan los bancos de desarrollo que se dedican a financiar de manera ventajosa - tasas de interés menores a las de mercado o mayores plazos de repago – proyectos que promueven el desarrollo económico de uno o varios países. Los tres principales métodos de financiación utilizados son:

1. Préstamos a largo plazo. Con vencimientos de hasta 20 años y tasas de interés del mercado.
2. Préstamos a muy largo plazo. Con vencimientos de entre 30 y 40 años y tasas de interés menores a las de mercado. Los bancos de desarrollo utilizan recursos propios de los países desarrollados miembros para proveer esta financiación.
3. Financiación subvencionada.

Además, por la nacionalidad de sus propietarios (países soberanos) pueden ser multilaterales (MDBs por sus siglas en inglés *Multilateral Development Banks*) o nacionales (RDBs por sus siglas en inglés *Regional Development Banks*) (Bhargava, 2006 p.398-400). Entre los principales IFIs destacan:

- Fondo Monetario Internacional
- Banco Mundial - \$307.3 billones<sup>6</sup> en activos

---

<sup>6</sup> Billones anglosajones: miles de millones.

- Banco Europeo de Inversiones - \$666.3 billones en activos
  - Banco Asiático de Desarrollo - \$125.9 billones en activos
  - Banco Africano de Desarrollo - \$21.6 billones en activos
- Vehículos de Inversión en Microfinanzas (VIM)
- Tradicionalmente, las mencionadas instituciones financieras internacionales, fueron la principal fuente de capital de las instituciones microfinancieras. Sin embargo, en 1997, Frank Grozel, ex director del departamento de microcrédito de UNCTAD<sup>7</sup> y actual coordinador del Business Facilitation Program<sup>8</sup>, motivó la creación de compañías privadas para apoyar de manera independiente el desarrollo de la industria a través de los siguientes proyectos:
- Dexia Microcredit Fund (1998): El primer fondo de inversión de microfinanzas.
  - Virtual Microfinance Market – VMM (2000): La primera plataforma digital de información sobre microfinanzas.
  - BlueOrchard Finance S.A. (2001): La primera gestora de fondos especializada en microfinanzas.

De esta manera surgieron los fondos de inversión en microfinanzas (VIM, Vehículos de Inversión en Microfinanzas) que son esencialmente fondos de inversión privados. Los IFIs desempeñaron un papel importante en la comercialización de las microfinanzas mediante la financiación inicial de instituciones microfinancieras, pero los VIM se asentaron como un medio mucho más eficiente para las IFIs. Hoy en día, los VIM se han posicionado

---

<sup>7</sup> La Conferencia de las Naciones Unidas Sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD por sus siglas en inglés) es uno de los principales órganos de la Asamblea General de ONU dedicada a los asuntos relacionados con el comercio, las inversiones y el desarrollo.

<sup>8</sup> Programa desarrollado por la UNCTAD para ayudar a los gobiernos a mejorar su entorno de facilidad para hacer negocios.

como el medio más utilizado para la inversión en microfinanzas y han ampliado su rango de captación de capital a la inversión privada institucional e individual. Los resultados de una encuesta de CGAP<sup>9</sup> realizada en 2014, mostraban que los portfolios de microfinanzas de las IFIs (incluyendo la inversión a través de VIMs) habían doblado su tamaño de \$1 billón a \$2.3 billones en ese año, mientras que VIMS la habían triplicado de \$600 millones a \$2 billones (Reille y Sananikone, 2014).

## **4.2. Vehículos de Inversión en Microfinanzas**

El término vehículo de inversión microfinanciera, también conocido como fondo de inversión en microfinanzas, se usa para denominar a aquellos vehículos o instituciones que canalizan fondos hacia el sector microfinanciero. Pero, este término puede inducir a error, ya que cubre un amplio abanico de vehículos de inversión mucho más diversificado que el de los fondos tradicionales. Los VIMs pueden tener multitud de misiones y objetivos diferentes, lo que los hace prácticamente únicos unos de otros. También pueden tener diferentes tipos de accionistas, lo que influirá en la manera en la que se opera el fondo. Sin embargo, de manera conjunta podemos considerar que los VIMs son vehículos específicamente creados para invertir en activos microfinancieros y en los que pueden invertir inversores sociales, comerciales, privados e institucionales (Goodman, 2005 p.15).

### **4.2.1. Tipos de inversores**

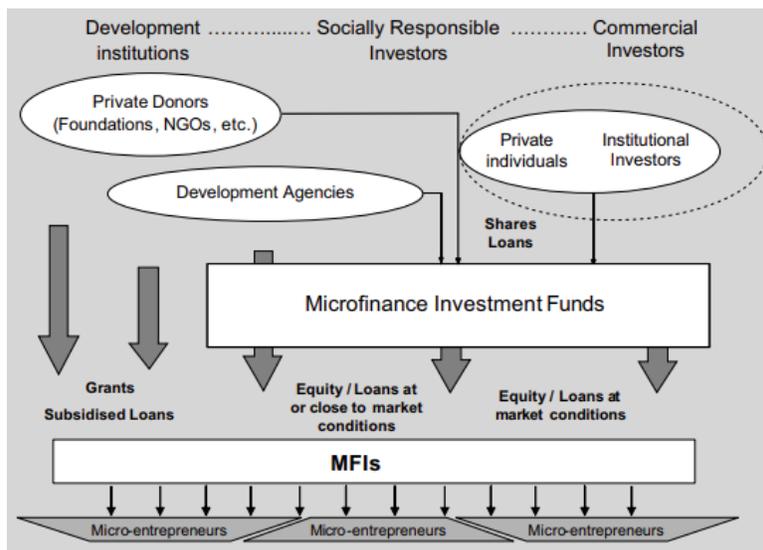
Los distintos tipos de inversores en microfinanzas varían según su objetivo final; la búsqueda del enriquecimiento mediante los rendimientos financieros, o el

---

<sup>9</sup> CGAP (*Consultative Group to Assist the Poor*, por sus siglas en inglés) es una asociación formada por más de 30 organizaciones dedicadas al avance de la inclusión financiera.

impacto social y buen uso de sus inversiones. La figura 7 resume en forma de esquema la posición de cada tipo de inversor que se analiza a continuación.

**Figura 7: Vías de provision de capital al sector microfinanciero**



Fuente: Goodman (2005), *Microfinance Investment Funds - Key Features. Appui au Développement Autonome (ADA/KfW)*, p. 17

Los diferentes tipos de inversores identificados:

- Donantes Privados:

Se reconocen como donantes privados a aquellas organizaciones creadas por el sector privado mediante donaciones de corporaciones o individuos. Los donantes privados como las fundaciones y ONGs no buscan el beneficio económico, sino el impacto social mediante el buen uso de sus recursos. Estas organizaciones han estado involucradas con las microfinanzas desde el inicio, contribuyendo mediante donaciones y subvenciones. Se consideran como las pioneras de este sector y su función ha sido fundamental para el desarrollo inicial del sector. Con la aparición de los VIMs se fueron alejando de las donaciones puras, hacia una inversión de rentabilidad mínima con el objetivo de crear un modelo de negocio sostenible. Hoy en día, se caracterizan por su inversión en fondos mixtos donde se combina renta

variable y fija, y de donde obtienen la rentabilidad necesaria para mantener una organización sostenible sin ánimos de lucro.

- Agencias de Cooperación e Instituciones de Desarrollo:

Estas instituciones, también denominadas agencias bilaterales o multilaterales engloban a las Instituciones Financieras Internacionales, o Instituciones financieras de Desarrollo<sup>10</sup>, bancos de desarrollo y otras agencias creadas por entidades internacionales para promover el desarrollo sostenible en países subdesarrollados. Como comentábamos con anterioridad, estas agencias e instituciones, fueron junto con los donantes privados, las impulsoras de la inversión en microfinanzas. Sin embargo, la aparición de los VIMs se consolidó como una vía más rentable para invertir sus recursos en el mismo sector (MicroRate, 2007).

- Inversores privados:

Los inversores privados, conocidos como inversores retail o inversores de grandes patrimonios, son esencialmente particulares con una determinada experiencia de inversión acreditada y por lo general se les requiere tener un mínimo de patrimonio. La mayor parte de los fondos comerciales (los de menor riesgo) suelen ser el objetivo de estos individuos, ya que establecen menores impedimentos en forma de cuantía mínima de inversión o acreditación de conocimientos financieros. Los fondos comerciales, suelen tener un mayor recorrido que las otras opciones, se centran en inversiones en renta variable y son más conservadores. Sin embargo, existen también fondos con de mayor riesgo accesibles para estos inversores.

Generalmente, el objetivo de inversión de la mayoría de estos inversores puede variar entre: la búsqueda de una inversión que genere pequeños

---

<sup>10</sup> DFI por sus siglas en inglés: Development Financial Institutions. Son considerados como el sector público de los tipos de inversores.

rendimientos constantes como alternativa a los bajos tipos de interés de los últimos años, o una inversión socialmente responsable.

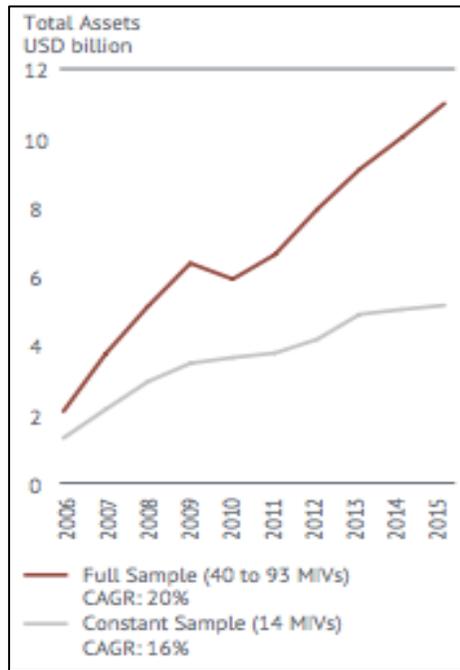
- Inversores Institucionales:

Los inversores institucionales engloban fondos de pensiones, aseguradoras, fondos de inversión y otros inversores de gran escala. Durante la primera década del siglo XXI, los fondos de pensiones eran los inversores institucionales más activos en los VIMs, mientras que los fondos de inversión y aseguradoras eran más reacios a estos productos. Este rechazo se debía la enorme presión ejercida sobre los fondos de inversión para mantener unos resultados atractivos para sus inversores en un ambiente muy competitivo. Además, en aquellos años las inversiones en microfinanzas no estaban tan exploradas y la información no era tan transparente como en la actualidad, lo que se traducía en un extra de riesgo e incertidumbre para los gerentes (Goodman, 2005 p.18).

Sin embargo, con el nombramiento del año 2005 como “El Año Internacional de Microcrédito”, y el Premio Nobel de la Paz otorgado a Muhammad Yunus y su Banco Grameen en 2006, se produjo un incremento de interés por parte de los fondos de inversión y de los inversores. Como se puede observar en la figura 8, la inversión en VIMs alcanzó niveles históricos hasta la llegada de la crisis económica. La recesión, que trajo consigo severos problemas de liquidez, provocó la disminución de estas inversiones y empeoró las condiciones para las IMF's debido al riesgo de incumplimiento de repago. Aunque cabe destacar que, en los años posteriores, los inversores institucionales en un intento de encontrar rentabilidades estables como consecuencia de la alta volatilidad del mercado, centraron su interés en los VIMs, apoyados por los avances en transparencia e información disponible sobre estos productos (Symbiotics, 2016 p.12). La figura 9 muestra una comparación de los volúmenes de inversión de los distinguidos tipos de inversores, en la que destacan los grandes inversores institucionales

(fondos de pensiones, aseguradoras y otros fondos de inversión) frente a los inversores del sector público (agencias de cooperación e instituciones de desarrollo<sup>11</sup>) y los inversores privados.

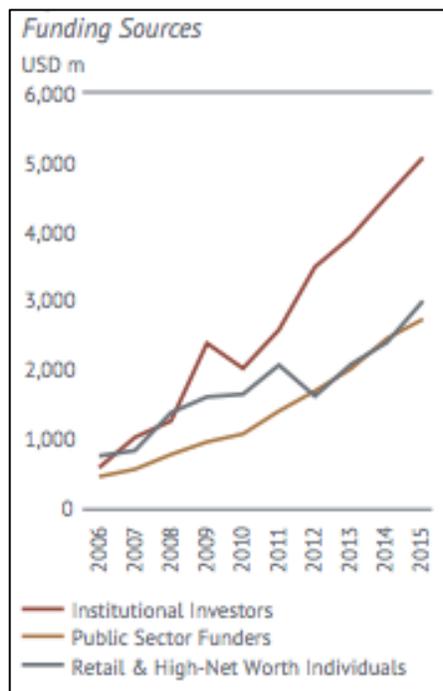
**Figura 8: Tamaño del mercado de los MIVs**



*Fuente: Symbiotics (2016), Microfinance Funds – 10 Years of Research and Practice p.19*

<sup>11</sup> En España destaca la AECID (Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo)

**Figura 9: Volumen de inversión por tipo de inversor**



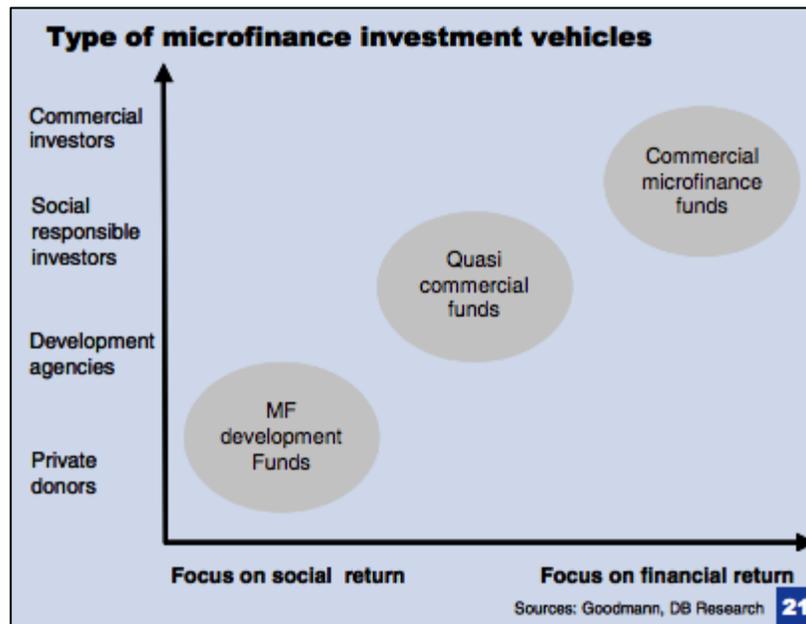
*Fuente: Symbiotics (2016), Microfinance Funds – 10 Years of Research and Practice p.35*

#### **4.2.2. Tipos de VIMs**

A la hora de clasificar los distintos tipos de fondos de inversión en microfinanzas, uno de los principales criterios a tener en cuenta es el objetivo de dichos fondos: el balance entre beneficio económico e impacto social, el tipo de inversores involucrados en el fondo, los términos ofrecidos a las IMF's o el tipo de IMF's en las que se invierte. Los VIMs o fondos de inversión en microfinanzas se pueden clasificar en tres categorías (Deutsche Bank, 2007):

- Fondos de Inversión en Microfinanzas Comerciales
- Fondos de Inversión en Microfinanzas Cuasi-Comerciales o de Orientación Comercial
- Fondos de Desarrollo de Microfinanzas

Figura 10: Tipos de VIMs



- Fondos de Inversión en Microfinanzas Comerciales:

La principal distinción entre los VIMs Comerciales y los Cuasi-Comerciales se basa en el tipo de inversores que tienen como objetivo. Los fondos comerciales se decantan prácticamente en su totalidad por inversores privados e institucionales. Las agencias de cooperación y desarrollo y los donantes privados solo aparecerían como inversores iniciales. La distribución de estos fondos se puede llevar a cabo mediante el promotor original o distribuidores externos.

La naturaleza de los inversores objetivo de estos fondos implica que estos vehículos tienen unos objetivos de inversión muy claros y específicos. Por ejemplo, un inversor institucional comercial, considerado como inversor sofisticado, requerirá aclaraciones precisas sobre su inversión, como el rendimiento o ganancia esperada o las IMFs financiadas. La calidad y sofisticación de la información provista en los memorandos de oferta, prospectos o informes anuales depende en gran medida de los inversores

objetivo (Goodman, 2005 p. 20). Por otro lado, las agencias de desarrollo y los donantes privados no requieren tal nivel de detalle, claridad y transparencia en la documentación oficial.

En la primera década de los 2000, muy pocos VIMs aportaban la adecuada y suficiente información sobre sus rendimientos financieros, su estructura de costes, su ratio de costes totales etc. Esta falta de información dificultaba una comparación necesaria entre los VIMs y las inversiones más usuales a los inversores tradicionales. Pero ha sido gracias al incremento de actividad de estos inversores, por lo que los VIMs se han vuelto más sofisticados en estos términos (Reille y Sananikone, 2014). Algunos de los fondos comerciales más reputados son:

- responsAbility Fair Agriculture Fund
- Dexia Micro-Credit Fund – Blue Orchard Debt Sub Fund
- Triodos Fair Share Fund

Cabe destacar que la mayoría de los fondos comerciales invierten en renta fija principalmente. Los fondos que invierten en renta variable microfinanciera suelen estar constituidos por las agencias de desarrollo y los donantes privados (Goodman, 2005 p. 22). Esto es justificable ya que estos inversores esperan una menor rentabilidad o tienen menor aversión al riesgo.

- Fondos de Inversión en Microfinanzas Cuasi-Comerciales o de Orientación Comercial:

En esta categoría se encuentran los VIMs que han especificado sus objetivos de inversión pero que por el momento tienen como inversores objetivo a las agencias de desarrollo y a los donantes privados. Estos fondos también son conocidos como fondos de doble objetivo ya que los inversores no solo buscan la rentabilidad económica, sino también el impacto social de su

inversión. Fondos considerados como cuasi-comerciales o de orientación comercial son:

- Accion Investments in Microfinance
- ShoreCap International
- Latin-American Bridge Fund

Esta distinción entre los fondos comerciales y los de orientación comercial, no alude a la rentabilidad de cada uno. Es decir, algunos VIMs de orientación comercial han reportado mayores beneficios que los puramente comerciales, sobre todo debido a la mayor proporción de renta variable (Deutsche Bank, 2007).

- Fondos de Desarrollo de Microfinanzas:

Estas instituciones están fundadas, generalmente, por cooperativas u organizaciones sin ánimo de lucro. Su objetivo es proveer capital a las IMFs mediante mecanismos sostenibles para apoyar su desarrollo y crecimiento sin perseguir necesariamente una rentabilidad financiera. De esta forma, los objetivos de rentabilidad de estas instituciones se basan en mantener el capital invertido y generar un beneficio que sea equivalente a su inflación. Por lo tanto, los principales inversores en esta categoría son los donantes privados, las agencias de desarrollo y algunos inversores socialmente responsables. En este caso, los inversores no buscan la rentabilidad, sino el impacto social de su inversión. Los siguientes VIMs se consideran fondos de desarrollo:

- Deutsche Bank Start-up Fund
- PlaNet Finance – Revolving Credit Fund
- Fonds International de Garantie (FIG)

Es por la naturaleza del inversor y por su enfoque social, por lo que los Fondos de Desarrollo de Microfinanzas complementan muy bien a los comerciales

y a los de orientación comercial. La primera categoría suele centrarse en IMF que están alcanzando una sostenibilidad consistente con el objetivo de prepararlos para los mercados de capitales tradicionales. Cuanto más sostenible y desarrollada es una IMF, mayores serán los recursos que atraiga, los cuales provendrán generalmente de los fondos comerciales (Goodman, 2005 p.23).

Además de la clasificación de VIMs según su objetivo (balance entre beneficio e impacto social) es muy interesante hacer una distinción en función de los instrumentos financieros en los que invierten: renta variable y renta fija.

- VIMs de renta fija:

Son aquellos vehículos de inversión que invierten al menos un 85% del total de sus activos en instrumentos de deuda; préstamos, depósitos, bonos etc (Piesse, 2007). Estos VIMs forman el 78% de total de los fondos de microfinanzas, ya que son considerados la estrategia dominante de inversión.

- VIMs de renta variable:

Se considera VIMs de renta variable, a aquellos que inviertan un mínimo de 65% de sus activos bajo gestión en instrumentos de renta variable.

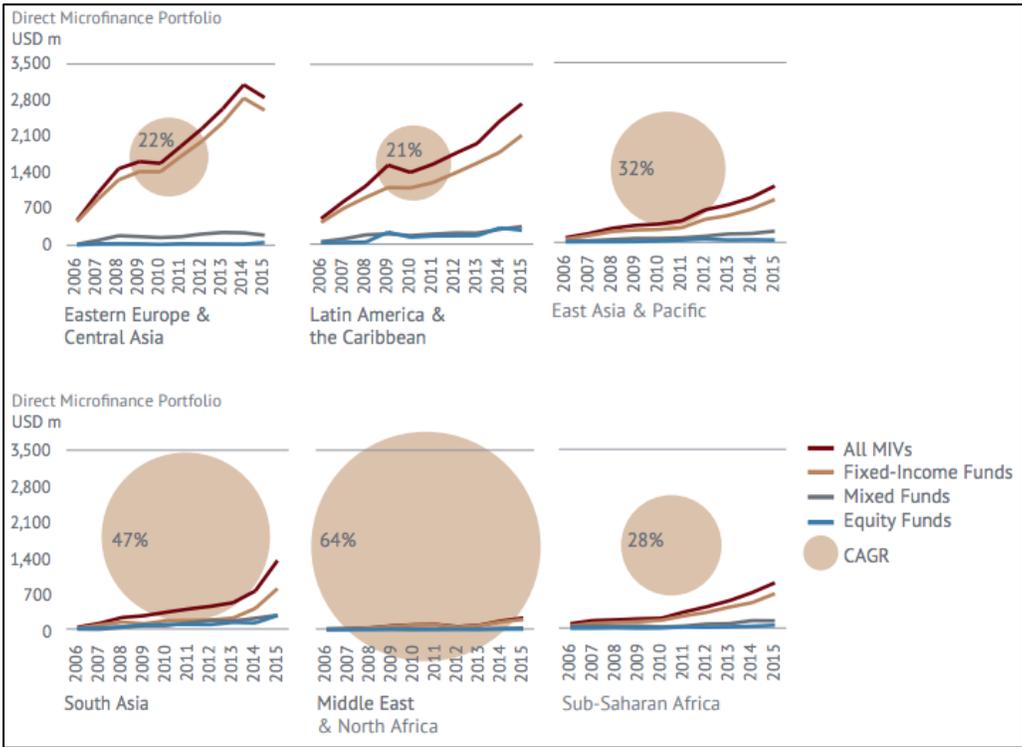
- VIMs mixtos o híbridos:

Como su nombre indica, los VIMs mixtos son una combinación de los dos anteriores. Se consideran VIMs mixtos, a los fondos que mantengan entre un 15% y un 65% de sus activos invertidos en renta variable.

A pesar de la popularidad de los fondos de renta fija, estos VIMs disminuyeron sus activos bajo gestión de un 82% en 2006 del mercado total de activos invertidos en VIMs, a un 78% en 2015. Sin embargo, los VIMs híbridos se han mantenido relativamente estables en estos términos, alcanzando una cuota de

mercado del 13% y los VIMs de renta fija han incrementado de un 3% a un 10% su cuota de mercado entre el 2006 y el 2015 (Symbiotics, 2016 p.11). La figura 11 muestra una comparación del volumen de estos tipos de VIMs por zona geográfica.

**Figura 11: Volumen de activos de los VIMs**



Fuente: Symbiotics (2016), *Microfinance Funds – 10 Years of Research and Practice* p.35

Por último, dependiendo de la jurisdicción de cada fondo, se identifican otros cuatro tipos de VIMS.

- **Fondos Públicos:** Vehículos supervisados por las autoridades financieras locales que permiten la inversión de los inversores privados hasta una cuantía límite. Esta cuantía depende de la legislación de cada país, pero suele rondar los \$25.000.

- Fondos Privados: Vehículos que atraen capital de inversores acreditados, pero no están supervisados por las autoridades locales necesariamente.
- Cooperativas / ONGs: Organizaciones privadas que están exentas de regulación por parte de las autoridades financieras locales, que reinvierten todos sus beneficios y que generalmente son propiedad de sus miembros, particulares e instituciones.
- CDOs<sup>12</sup> (Obligaciones Colateralizadas por Deuda): Vehículos que ofrecían valores respaldados por activos<sup>13</sup> con diversos perfiles de riesgo y beneficio. Este tipo de VIM fue muy utilizado en los años previos a la crisis por las ventajas que ofrecía: menores comisiones o diferentes tipos de riesgo. Tras la crisis en los años 2007 y 2008, desaparecieron debido a su mala reputación (Symbiotics, 2016 p.18).

---

<sup>12</sup> CDO, por sus siglas en inglés: Collateralized Debt Obligation  
<sup>13</sup> Asset-backed securities

## **5. Proceso de inversión y situación actual**

### **5.1. Sistemática del proceso de inversión**

El proceso de inversión en microfinanzas sigue el esquema de la figura 7. Dependiendo de la estrategia y objetivo del VIM, el capital atraído de los inversores se puede destinar a diferentes instrumentos financieros, que quedan englobados por deuda o renta fija y acciones o renta variable (Luminis, 2010).

En la inversión de renta fija, los VIM proporcionan a las IMFs seleccionadas el capital recaudado en forma de préstamos, bonos o incluso depósitos. Posteriormente, la inversión es prestada a los clientes de la IMF para que desarrollen su negocio. Las IMFs, sobre todo las privadas, suelen imponer unos intereses muy por encima del mercado, ya que los procesos administrativos en conjunto con el riesgo y las pocas facilidades de estas zonas subdesarrolladas conllevan un elevado coste. Esta práctica es tan común como necesaria en las IMFs privadas ya que, al no depender de donaciones, sino de inversiones provenientes de los VIMs, se les requiere un mínimo de rentabilidad después de cubrir todos sus costes. Con los reembolsos de los préstamos más los intereses, las IMFs reportan un porcentaje a los VIM en forma de intereses y comisiones, alrededor de un 7% de media según una encuesta realizada por CGAP y Symbiotics (Abrams e Ivatury, 2010). Estos intereses después de gastos operacionales, de gestión y distribución (y cobertura de divisas en algunos casos) conformarán los beneficios netos (Symbiotics, 2016 p. 39).

Por otro lado, la inversión en renta variable se basa en la compra de acciones de distintas instituciones microfinancieras o incluso de pequeñas compañías en desarrollo, por parte de los VIM con el capital levantado. Con esta participación en la IMF el VIM comúnmente, se convierte en accionista con derecho a voto terminando con un asiento en el consejo. Son inversiones a largo plazo con el fin de

convertirse en inversor estratégico y colaborar en el desarrollo de la organización. En algunos casos, los rendimientos también provienen de los dividendos y/o especulación con alguna organización en concreto (ResponsAbility, 2017).

## **5.2. Aspectos de la Inversión**

### **5.2.1. Filosofía de Inversión (objetivos e instrumentos)**

La primera decisión a tomar por el director del fondo y los asesores de inversión, es el objetivo final del fondo y los instrumentos de inversión que utilizará para ello, es decir el tipo de VIM que se quiere formar. Para ello se meditará el tipo de inversor al que está dirigido, el balance entre rentabilidad e impacto, el tamaño y la duración del fondo. Como hemos visto anteriormente, la figura 10 ordena los diferentes tipos de fondo con los inversores.

## **5.3. Proceso de inversión**

### **5.3.1. Definición del universo de inversiones**

Los fondos tradicionales, ya que invierten en productos financieros con un seguimiento y regulación exhaustivos, disponen de una infraestructura externa para recopilar toda la información necesaria a cerca de las diferentes opciones a considerar. Sin embargo, los VIMs son prácticamente los únicos agentes que habilitan la inversión en el sector microfinanciero a los distintos tipos de inversores previamente mencionados. Solo determinadas y escasas organizaciones invierten directamente en este sector directamente, ya que la cadena de valor e infraestructura accesible, no está tan desarrollada como en los mercados de inversiones tradicionales.

Existen plataformas online como *Microfinance Information Exchange* (MIX) o MicroRate que han desarrollado una valiosa red de información sofisticada accesible al público, pero sus modelos de negocios mantenidos por donaciones y subsidios, carecen de la sostenibilidad necesaria para seguir el paso al rápido desarrollo del sector microfinanciero. Como consecuencia, las firmas de VIMs y sus gestores, han implementado e incorporado dicha cadena de valor e infraestructura en las propias compañías.

Esta cadena de valor engloba tres funciones: recopilación de información, evaluación del riesgo del crédito y funciones de gestión con IMFs. Para ello las gestoras de VIMs tienen equipos de analistas repartidos por el mundo, recopilando información, visitando IMFs y evaluando el riesgo en persona. Son cada vez más las gestoras de VIMs que incorporan esta infraestructura en sus firmas con el objetivo de proveer la mejor plataforma a sus inversores, debido al crecimiento y demanda en el sector, pero es una gran barrera de entrada debido al alto coste que supone (Piesse, 2007). Dependiendo si la compañía gestora tiene esta infraestructura implementada o no, el estudio y definición de las posibles opciones de inversión será más sofisticada o menos.

### **5.3.2. Pre-selección**

Una vez se han definido los objetivos y la filosofía de inversión y se ha recopilado la información necesaria sobre las posibles inversiones, se hace una primera selección de las diferentes IMFs o SME<sup>14</sup> que más han encajado.

### **5.3.3. Análisis detallado**

---

<sup>14</sup> Pequeñas y medianas empresas. Por sus siglas en inglés Small Medium Enterprises.

Las instituciones u organizaciones seleccionadas en el proceso anterior deberán pasar por un exhaustivo análisis cualitativo. El análisis cualitativo se caracteriza por la profunda indagación en los siguientes criterios.

- En primer lugar, la estrategia perseguida por la IMF o SME, la cual tiene que encajar en los objetivos del potencial VIM.
- Segundo, se analizará con mucho detalle el factor humano de la organización, así como su gestión. Al igual que en el sector del capital riesgo, la reputación o impresión de la gerencia de una empresa es de vital importancia.
- Tercero, se llevará a cabo un análisis cuantitativo, estudiando los estados financieros, la estructura de capital...
- Por último, el desempeño social. Probablemente el criterio más complicado de medir si no se tiene acceso a la institución en persona. Conocer el trato con los clientes, la confianza que transmiten, las condiciones y términos ofrecidos por la institución es probablemente lo más importante del análisis ya que es donde parará el dinero invertido.

Los procesos de pre-selección y análisis son generalmente llevados a cabo por el director del portfollio. En caso de que lo haga un tercero, este siempre deberá someterse a evaluación para corroborar que es capaz de cumplir con los criterios de la organización.

#### **5.3.4. Estrategia de inversión**

- Distribución de activos:  
Con la filosofía, estrategia y objetivos de inversión, además de las inversiones seleccionadas y analizadas, el fondo se constituirá como fondo de renta variable, de renta fija o híbrido. En caso de que sea de renta fija o variable, se deberán respetar las directrices previamente mencionadas. Los fondos de renta fija deberán invertir en deuda un 85% de sus activos

invertidos (sin considerar el dinero en efectivo). En el caso de la renta variable, el 65% de los activos invertidos se deberán destinar a participaciones. Además, la diversificación de la inversión por tipo de IMF o SME es necesaria para mitigar el riesgo que suponen estas organizaciones de manera individual. Generalmente los VIMs fijan unos porcentajes máximos (en torno al 10-15% del capital invertido) de exposición sobre una IMF individual. Por último, los niveles de liquidez también suelen estar restringidos, no sobrepasando el 10% de los fondos totales.

- Zonas geográficas:

Los VIMs como se ha expuesto, suelen invertir en zonas subdesarrolladas con el objetivo de crear un impacto social. Sin embargo, estos países suelen ser menos estables política y socialmente que los países desarrollados. Es por eso, que la diversificación de la inversión por países o regiones es de vital importancia para la mitigación de estos riesgos. Generalmente los VIMs tienen establecidos unos máximos en torno a la concentración geográfica. Por ejemplo, el fondo '*ResponsAbility Fair Agriculture Fund*', vehículo de deuda privada, no sobrepasa el 15% de exposición en un mismo país.

- Divisas: Ya que las inversiones se llevan a cabo en países subdesarrollados, hay un enorme riesgo de divisas, debido a su volatilidad. La cobertura del riesgo de divisas o '*hedging*' es una práctica que hace de las microfinanzas una inversión mucho más estable. En general los fondos suelen ofrecer posiciones cubiertas en diferentes divisas a sus inversores. Comúnmente, los VIMs de mayor tamaño, ofrecen la posibilidad de inversión en hasta siete divisas diferentes, todas ellas como posiciones cubiertas contra el riesgo de divisas locales de los países a invertir. También existe prácticas que aceptan un máximo de inversión sin cobertura de divisa, dejando la inversión expuesta a posibles fluctuaciones de las monedas locales. Generalmente no

supera el 10-15% del capital invertido con el objetivo de no influenciar el desempeño del fondo.

- Tipo de inversores: Aunque no de manera formal, muchos gerentes de fondos buscan una distribución específica entre sus inversores. Esto se debe a los diferentes perfiles de los inversores. Por ejemplo, un elevado número de inversores privados (inversiones pequeñas relativamente) pueden generar una mayor actividad en la gestión del fondo, que inversores institucionales, quienes con unas inversiones más elevadas suelen ser más estables.
- Renta variable: Incluso en los fondos de renta fija, queda un pequeño porcentaje de activos que, dependiendo de la normativa de cada fondo se podrá destinar a la inversión en renta variable o no, dándole un mayor ratio de riesgo – rentabilidad. Por ejemplo, '*ResponsAbility Fair Agriculture Fund*' no permite la inversión en renta variable de más del 10% de sus activos. Al igual que con las inversiones in cobertura de divisa, la inversión en renta variable se limita en fondos más conservadores con el fin de que no desvíe los resultados esperados, debido a su mayor riesgo.

### **5.3.5. Inversión**

Las decisiones de inversión traen consigo una serie de factores adicionales relacionados con el monto a invertir y el momento de inversión en el tiempo. Después del extenso análisis realizado, en el momento de inversión se revisan aspectos como:

- Las condiciones de inversión (Duración, cantidad, aval, métodos de repago, derechos de voto en la organización, etc.)
- La liquidez del fondo. Se deben de respetar las reglas de distribución de los activos gestionados y de la liquidez necesaria del fondo.

- Se estudia de nuevo la compatibilidad de la inversión con la estrategia, filosofía y criterios del fondo.
- Se revisa que la inversión cumpla con los requerimientos del portfolio y las normas establecidas.

### **5.3.6. Monitorización**

La monitorización y el control es una pieza clave para el buen funcionamiento de un VIM. Con la infraestructura y cadena de valor mencionada previamente, este seguimiento es mucho más cercano, real y sofisticado que un seguimiento con ausencia de presencia física. El director del portfolio está contractualmente obligado en la mayoría de los casos a monitorizar la situación política y económica de las zonas de inversión, así como la situación financiera y crediticia de las instituciones en las que se ha invertido. Generalmente, los VIMs reportan mensual, trimestral y anualmente unos informes evaluando todos estos aspectos. Suelen incluir un análisis del mercado, resumen de la actividad del fondo y resumen del desempeño económico del fondo. Asimismo, incluyen un resumen de las cifras más significativas como la distribución de los activos en diversos aspectos (geográfico, tipo de activo, commodity ...) y un resumen también en cifras sobre el desempeño e impacto social causado. Por último, se describen las perspectivas para las regiones geográficas que afectan al fondo, las IMF's y los posibles siguientes focos de inversión<sup>15</sup> (Oriol et al., 2016).

## **5.4. Situación actual de las inversiones en microfinanzas**

La gestora de fondos de microfinanzas Symbiotics, en colaboración con CGAP, elaboró durante 10 años (2006-2016) un informe sobre las inversiones extranjeras en microfinanzas. El informe se basa en la recopilación de datos

---

<sup>15</sup> Información obtenida del informe cuatrimestral de 2018 del fondo 'responsAbility Fair Agriculture Fund'.  
<[https://www.responsability.com/sites/default/files/2018-05/Quarterly\\_DAR\\_EN\\_1Q2018\\_0.pdf](https://www.responsability.com/sites/default/files/2018-05/Quarterly_DAR_EN_1Q2018_0.pdf)>

mediante la encuesta realizada por Symbiotics y CGAP durante este periodo, que se centra en los vehículos de inversión en microfinanzas, en particular en aquellos con más de un 50% de sus activos no líquidos invertidos en microfinanzas y de acceso a múltiples inversores. El número de VIMs que han reportado a este estudio, ha variado durante los 10 años (de 30+ a 90+) con una muestra constante de 14 VIMs que se ha utilizado para generar cifras significativas durante estos años<sup>16</sup>. A continuación, se exponen los descubrimientos más significativos.

- Tamaño y crecimiento:

Desde finales del 2006 hasta el 2016, los activos bajo gestión de los VIMs han más que quintuplicado su tamaño de \$2 billones a \$11 billones. Esto se traduce en una tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) del 20%. Estos activos están muy concentrados en los mayores VIMs, aquellos con más de \$250 millones de activos, quienes han incrementado en número (de 2 en 2006 a 12 en 2015) y en cuota de mercado, abarcando el 62%. La parte del portfolio dedicada exclusivamente a las microfinanzas de estos VIMs ha seguido la misma tendencia, con un CAGR del 24%, constituyendo tres cuartas partes del portfolio completo. Cabe destacar el desarrollo y crecimiento de las instituciones microfinancieras, expandiendo de tal modo las opciones de inversión, al igual que las SME.

- Distribución Geográfica:

En términos absolutos las regiones de Europa del Este y Asia Central, junto con Latinoamérica y el Caribe se han mantenido como los mercados dominantes para la inversión de los VIM en el 2016, con \$2.8 y \$2.7 billones respectivamente. Sin embargo, el Sudeste Asiático ha reportado el mayor crecimiento en portfolios de VIM, alcanzando un 30% de la inversión total

---

<sup>16</sup> Las cifras relacionadas con dicha encuesta hacen referencia a la muestra estudiada.

durante los últimos 10 años. África y Oriente Medio por su parte, se han mantenido estables con un 10% desde el 2016.

- Gestión de Riesgo:

Los indicadores de concentración por región geográfica de la inversión han decrecido para todos los fondos. Sin embargo, la concentración geográfica sigue siendo preocupante ya que alcanza el 50% en algunos VIMs. Por otro lado, la exposición en portfolios para una única IMF o SME no supera el 20% (habiendo sido el 40% en 2006). En relación a la exposición a las divisas locales, los fondos de renta variable han llegado a alcanzar el 15%, mostrando, los inversores, una menor aversión al riesgo.

- Inversores:

En 2016 los inversores institucionales constituían, con \$5 billones, el 47% de la inversión total, comparado con los \$500 millones en 2006. Esto representa un crecimiento anual compuesto del 27%, frente al 22% de los inversores públicos y el 17% de los inversores privados. Se puede afirmar por tanto que el crecimiento está liderado por los inversores institucionales.

- Jurisdicción de los VIMs:

Hoy en día, dos tercios de los VIMs mundiales están domiciliados en Europa (Luxemburgo y Holanda principalmente), agrupando el 90% de sus activos totales. Estados Unidos es la segunda región que más VIMs registra, abarcando un quinto de los VIMs totales (número). Sin embargo, en términos de volumen de mercado, esta región ha disminuido de un 13% global a un 8%. Por tanto, Europa se considera como la región líder en fondos de inversión en microfinanzas, tanto en número como en volumen de activos.

- Localización de las gestoras de fondos:

Aunque los fondos están domiciliados en Luxemburgo, las gestoras de VIMs están basadas en Holanda y Suiza primordialmente, seguidas por Estados Unidos y Alemania.

- Tipos de activos:

Los fondos de renta fija controlan actualmente el mercado con un 78% de volumen de inversión. Sus rendimientos estables y de bajo riesgo han atraído a la mayor parte de inversores. Sin embargo, se muestra cada vez más interés por los fondos de renta variable, los cuales se han triplicado tanto en volumen de inversión como en número de MIVs. Desde el 2006 hasta el 2016, han registrado un CAGR del 37%, alcanzando un 9% del volumen total.

- Rendimiento de los portfolios:

La rentabilidad bruta<sup>17</sup> de los portfolios ha sido bastante estable desde el 2008, aunque se han caracterizado por una tendencia bajista, que ha desplazado la media ponderada de rentabilidad bruta de un 9% a un 7%. Se puede justificar esta ligera caída a los decrecientes tipos de mercado de los últimos años. Durante el periodo del estudio, el Libor a 3 meses se redujo de 5% a 1%. Además, las IMFs están cada vez más desarrolladas, e incluso los VIMs están invirtiendo en instituciones más maduras. Estas tienen un coste de capital menor y menores primas de riesgo, por lo que los intereses son menores.

- Costes:

La estructura de costes de los VIMs también ha sido relativamente estable desde el 2007. Las comisiones de gestión se sitúan en torno al 1.6% de los

---

<sup>17</sup> Se considera rentabilidad bruta del portfolio a los intereses y comisiones pagadas por las IMF antes de tener en cuenta los gastos operativos de gestión y otras comisiones operacionales.

activos (1.3% para renta fija y 2.5% para renta variable) mientras que el TER ha oscilado entre el 2.2% y el 2.4%.

- Beneficios:

Durante los 10 años del estudio, la tasa de retorno sobre el Libor a 3 meses en dólares y euros ha sido del 2% como media. Ponderada por los activos, la tasa de retorno neta de los fondos de renta fija, ha sido del 3.3%, mientras que la de los fondos mixtos y de renta variable ha alcanzado el 5.8%. Para los fondos de renta variable, la tasa interna de rentabilidad ha alcanzado los 14.8%, lo que ha provocado el atractivo de estos productos incrementando su popularidad.

- Indicadores de desempeño social:

El número total de clientes de las IMFs, financiado por los VIMs ha ido creciendo gradualmente, siendo 520.000 en 2006 y alcanzando los 24 millones al final del 2015. La media de los préstamos concedidos por las IMF al final de 2015 fue de \$1.575. Esta cifra, había aumentado de 2010 a 2012, pero volvió a su estado inicial. Mientras los préstamos a las micro-empresas siguen siendo el producto más vendido, desde el 2009 al 2016 ha caído un 9% (de 72% a 63%). Por otro lado, la diversificación de productos está teniendo éxito, sobre todo las cuentas de ahorro, microseguros y otros servicios financieros (tarjetas de crédito y débito, transferencias bancarias, etc.) (Symbiotics, 2016 pp.3-5).

## 6. Conclusión

Este trabajo de investigación trata de probar la tendencia creciente del interés por una inversión responsable, sostenible, de impacto y rentable. Busca confirmar también, la efectividad de las prácticas de las instituciones microfinancieras. La medida en que estas instituciones proveen los servicios necesarios para que las regiones subdesarrolladas puedan escapar de la pobreza por sus medios. Por último, se estudia la viabilidad de los productos de inversión en microfinanzas para presentarse ante los inversores como un producto rentable y de impacto social.

En primer lugar, se confirma el interés, en aumento, por una inversión de impacto. La sociedad es cada vez más consciente del poder que tienen sus inversiones para influir en la sociedad, y este poder conlleva unas responsabilidades. No es solo el ciudadano de a pie el que toma conciencia de esto, sino que son los inversores institucionales los mayores propulsores de la inversión de impacto y el sector de las microfinanzas.

La inversión de impacto es aquella que trata de combinar el impacto social generado con la rentabilidad de la inversión. Las microfinanzas se consideran como uno de los principales sectores de este concepto. Con unos crecimientos porcentuales de dos dígitos, las microfinanzas se consolidan como el medio más desarrollado para aquellos inversores que busquen el doble beneficio (social y económico). Hay que destacar, que el interés por la inversión responsable no es marginal, ya que los inversores buscan productos que reemplacen completamente a los tradicionales en términos de rentabilidad, mientras colaboran con el desarrollo de diversas causas. Como prueba de esto, las inversiones en fondos microfinancieros de renta variable (mayor riesgo-beneficio), han experimentado el mayor crecimiento en comparación a la renta fija, a pesar de la complejidad e incertidumbre adicional que suponen. Por tanto, es interesante observar como los

inversores experimentan e indagan en una búsqueda de rentabilidad en productos de impacto social.

Segundo, queda comprobado que las instituciones financieras mejoran la vida de millones de personas y colaboran de forma proactiva en su desarrollo personal y profesional. En 2016, las instituciones microfinancieras aumentaron su volumen de créditos hasta \$102 billones. Concedieron créditos y demás productos financieros alrededor del mundo mejorando la vida de millones de personas. Las instituciones financieras se están expandiendo como resultado de la demanda bien gestionada. Es decir, la demanda es clara, millones de personas no tienen acceso a crédito. Sin embargo, la capacidad de estas instituciones para proveer servicios y ser sostenibles se debe en parte las buenas prácticas de gestión de riesgo de impagos y la educación que proveen. La tecnología es otro factor que facilita el sistema microfinanciero. Una enorme traba del sistema son los costes de los procesos administrativos y burocráticos, además del control y contacto con el cliente. La tecnología colabora en gran medida reduciendo estos gastos y facilitando la comunicación.

Pero, el argumento principal de la positiva evolución de estas instituciones son sus fuentes de financiación. Como hemos visto, en un inicio las IMFs dependían de donativos y subvenciones para ser organizaciones sostenibles. Hoy en día los inversores institucionales son las principales fuentes de capital de las IMFs, lo que significa que se les confían unos recursos los cuales son capaces de devolver y/o rentabilizar. La sostenibilidad de las instituciones microfinancieras y la independencia de la financiación gratuita se establecen como la primera de las victorias de las microfinanzas en su lucha por la prosperidad.

Por último, podemos concluir que los VIMs están camino del éxito. No se puede negar el beneficio en forma de impacto social que otorgan a sus inversores. Sin embargo, los rendimientos y las tasas de retorno, incluso en momentos donde

los de tipos de interés son mínimos, no son comparables. Pero, no son comparables no por que no sean capaces de proveer la misma tasa de retorno anual que un producto de inversión tradicional, sino porque el riesgo que conllevan en comparación es mucho mayor. No necesariamente es un riesgo real (que en muchos casos si lo es debido a que las inversiones tienen lugar en países inestables, por ejemplo), pero si una incertidumbre y falta de transparencia. Estos factores se deben a la falta de infraestructura en el sistema. Como comentábamos con anterioridad, las propias gestoras de fondos han tenido que invertir su capital para crear una cadena de valor útil que posibilite la inversión. Sin embargo, la idea de que los inversores estén apostando por la renta variable, asumiendo el riesgo adicional e invirtiendo grandes sumas de dinero, indica que el sector está en una fase de desarrollo. Como si de una *start-up* se tratase, donde la inversión es arriesgada pero los beneficios, aparte de ser dobles (social y económico) tienen un gran potencial.

## 7. Bibliografía

ACCION (2018), *1970, Microlending Begins*. ACCION International. <<http://www.accion.org/content/1970s-microlending-begins>> [Accedido el día 16 de mayo de 2018].

Abrams, J. y Ivatury, G. (Agosto 2005), *The market for Foreign Investment in Microfinance: Opportunities and Challenges*. CGAP. Focus Note No. 30

Alders-Sheya, J. (2014), *Challenges in Microfinance: an EY perspective*. Ernst & Young Microfinance.

Banco Mundial (2017), *Desarrollo Sostenible – Panorama General*. Banco Mundial. <<http://www.bancomundial.org/es/topic/sustainabledevelopment/overview>> [Accedido el día 17 de mayo de 2018].

Bank Information Center (2018), *International Financial Institutions*. Bank Information Center. <<http://www.bankinformationcenter.org/resources/institutions/>> [Accedido el día 23 de mayo de 2018].

Berenbach, S. Y Guzmán, D. (Mayo, 1993), *La Experiencia con los Grupos Solidarios en el Mundo*. ACCION Internacional, pp. 16-17.

Bhargava, V. (Agosto, 2006), *The role of the International Financial Institutions in addressing global issues*. Global Issues for Global Citizens, pp. 393-401.

BNP Paribas (Octubre, 2017), *Microfinance Barometer 2017: Global Trends of the Sector*. Convergences BNP Paribas. <<https://group.bnpparibas/en/news/>>

microfinance-barometer-2017-global-trends-sector > [Accedido el día 28 de mayo de 2018].

Casillas, C. (Mayo, 2018), *La Inversión Responsable, una Inversión Muy Rentable*. Inversión y Finanzas. <<http://www.finanzas.com/noticias/mercados/bolsas/20180510/inversion-responsable-inversion-rentable-3839126.html>> [Accedido el día 22 de mayo de 2018]

Colvin, C., Hendersen, S. y Turner, J. (Marzo, 2018), *The Origins of the (Cooperative) Species: Raiffeisen Banking in the Netherlands, 1898 – 1909*. Queen's University for Economic History.

Conde, C. (2000), *ONG e Instituciones Microfinancieras en México*. Documentos de Discusión Sobre el Tercer Sector, núm. 2, pp. 28-35.

Cull, R. (Marzo, 2015), *Does Microfinance Still Hold Promise for Reaching the Poor?* The World Bank. <<http://www.worldbank.org/en/news/feature/2015/03/30/does-microfinance-still-hold-promise-for-reaching-the-poor>> [Accedido el día 19 de mayo de 2018].

Deutsche Bank (2007), *Microfinance: An Emerging Investment Oportunity*. Deutsche Bank Research.

GIIN (2018), *Impact Investing*. Global Impact Investing Network – GIIN. <<https://thegiin.org/impact-investing/>> [Accedido el día 30 de mayo de 2018].

Gonzalez, H. (June, 2013), *Where do Impact Investing and Microfinance Meet?* CGAP, pp.3

Goodman, P. (Febrero 2005), *Microfinance Investment Funds - Key Features*. Appui au Développement Autonome (ADA/KfW), pp. 14-23.

Investopedia (2018), *Microfinance Definition*. Investopedia. <<https://www.investopedia.com/terms/m/microfinance.asp>> [Accedido el día 16 de mayo de 2018].

Lacalle Calderón, M. (2001), *Los Microcréditos: Un Instrumento de Financiación Para Luchar Contra la Pobreza*. Revista Económica Universidad Alfonso X el Sabio, pp. 121-138.

Luminis (2010), *Microfinance Investment: A Premier*. Luminis a service of MicroRate. <[http://www.microrate.com/media\\_microrate/uploads/ficha\\_reporte/Luminis-White-Paper-Microfinance-Investment-A-Primer\\_s8osp6S.pdf](http://www.microrate.com/media_microrate/uploads/ficha_reporte/Luminis-White-Paper-Microfinance-Investment-A-Primer_s8osp6S.pdf)> [Accedido el día 30 de mayo de 2018].

Martín López, S. (2018), *Microcréditos. Diccionario Económico Expansión*. <<http://www.expansion.com/diccionario-economico/microcreditos.html>> [Accedido el día 16 de mayo de 2018].

MicroRate (2007), *2007 Microfinance Investment Vehicle Survey*. MicroRate: The Rating Agency for Microfinance. <<http://www.microrate.com/media/docs/archived/2007-miv-survey-summary.pdf>> [Accedido el día 30 de mayo de 2018].

Nasiru Liman, Z. (Marzo, 2017), *A Study on the Types of Microfinance Institutions in Nigeria*. MAYFEB Journal of Business and Management, pp. 7-16.

Nobel Price (2006), *Muhammad Yunus – Facts*. The Nobel Peace Prize 2006. <[https://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/peace/laureates/2006/yunus-facts.html](https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/yunus-facts.html)> [Accedido el día 17 de mayo de 2018].

ONU (Septiembre, 2015), *Objetivos de Desarrollo Sostenible*. Naciones Unidas <<https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>> [Accedido el día 16 de mayo de 2018].

Oriol, I., Botelho, M., Wirtz, A. y Spoering, S. (Julio, 2016), *Microfinance Fund Analysis – Final Report*. Mirbaud & Cie. pp. 20-28.

Perron, J. (2017), *Is Microfinance Still Working?* Microfinance Barometer 2017, 8<sup>th</sup> Edition. GCA Foundation. <<http://gca-foundation.org/data/grameen/media/documents/barometre-de-la-microfinance/barometre-an/2017-Microfinance-Barometer-AN.pdf>> [Accedido el día 29 de mayo de 2018].

Piesse, D. (Abril, 2007), *Microfinance White Paper*. Financial Services Sun Microsystems, pp.19-31.

Rahman Khan, A. (1979), *The Comilla Model and the Integrated Rural Development Program of Bangladesh: An Experiment in 'Cooperative Capitalism'*. World Development Vol. 7, pp. 397-399.

Reille, X. y Sananikone, O. (2014), *Microfinance Investment Vehicles*. CGAP <<https://www.cgap.org/sites/default/files/CGAP-Brief-Microfinance-Investment-Vehicles-Apr-2007.pdf>> [Accedido el día 20 de mayo de 2018].

ResponsAbility (2017), ResponsAbility Participations AG. Private Equity Fund Portrait. ResponsAbility. <<https://www.responsability.com/sites/default/files/2018->

01/ responsAbility\_Partisipation\_Teaser\_EN.pdf> [Accedido el día 31 de mayo de 2018].

Swiss Sustainable Finance (Abril, 2016), *Swiss Investments for a Better World – The First Market Survey on Investments for Development*. Swiss Sustainable Finance. University of Zurich

Symbiotics (2016), *Microfinance Funds – 10 Years of Research and Practice: A Review and Analysis of CGAP & Symbiotics' Microfinance Investment Vehicles Surveys*. Symbiotics and CGAP White Paper.

Yunus, M., y Jolis, A. (2003), *Banker to the poor: Micro-lending and the battle against world poverty*. New York, NY: PublicAffairs.