COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA
ICAI

MÁSTER UNIVERSITARIO EN INGENIERÍA INDUSTRIAL

TRABAJO FIN DE MÁSTER

INVERSIÓN DE IMPACTO: LA RELACIÓN ENTRE IMPACTO SOCIAL Y RENDIMIENTO FINANCIERO

Autor: Ramiro Rivera Rodríguez

Director: Braulio Pareja Cano

Madrid

Declaro, bajo mi responsabilidad, que el Proyecto presentado con el título

INVERSIÓN DE IMPACTO: LA RELACIÓN ENTRE IMPACTO SOCIAL Y RENDIMIENTO FINANCIERO

en la ETS de Ingeniería - ICAI de la Universidad Pontificia Comillas en el curso académico 2020 / 2021 es de mi autoría, original e inédito y no ha sido presentado con anterioridad a otros efectos. El Proyecto no es plagio de otro, ni total ni parcialmente y la información que ha sido tomada de otros documentos está debidamente referenciada.

Fdo.: Ramiro Rivera Rodríguez Fecha: 27/01/2021

Autorizada la entrega del proyecto

EL DIRECTOR DEL PROYECTO

Fdo.: Braulio Pareja Cano Fecha: 27/01/2021

AUTORIZACIÓN PARA LA DIGITALIZACIÓN, DEPÓSITO Y DIVULGACIÓN EN RED DE PROYECTOS FIN DE GRADO, FIN DE MÁSTER, TESINAS O MEMORIAS DE BACHILLERATO

1º. Declaración de la autoría y acreditación de la misma.

El autor D. RAMIRO RIVERA RODRÍGUEZ

DECLARA ser el titular de los derechos de propiedad intelectual de la obra: INVERSIÓN DE IMPACTO: LA RELACIÓN ENTRE IMPACTO SOCIAL Y RENDIMIENTO FINANCIERO, que ésta es una obra original, y que ostenta la condición de autor en el sentido que otorga la Ley de Propiedad Intelectual.

2º. Objeto y fines de la cesión.

Con el fin de dar la máxima difusión a la obra citada a través del Repositorio institucional de la Universidad, el autor **CEDE** a la Universidad Pontificia Comillas, de forma gratuita y no exclusiva, por el máximo plazo legal y con ámbito universal, los derechos de digitalización, de archivo, de reproducción, de distribución y de comunicación pública, incluido el derecho de puesta a disposición electrónica, tal y como se describen en la Ley de Propiedad Intelectual. El derecho de transformación se cede a los únicos efectos de lo dispuesto en la letra a) del apartado siguiente.

3º. Condiciones de la cesión y acceso

Sin perjuicio de la titularidad de la obra, que sigue correspondiendo a su autor, la cesión de derechos contemplada en esta licencia habilita para:

a) Transformarla con el fin de adaptarla a cualquier tecnología que permita incorporarla a internet y hacerla accesible; incorporar metadatos para realizar el registro de la obra e incorporar "marcas de agua" o cualquier otro sistema de seguridad o de protección.
b) Reproducirla en un soporte digital para su incorporación a una base de datos electrónica, incluyendo el derecho de reproducir y almacenar la obra en servidores, a los efectos de garantizar su seguridad, conservación y preservar el formato.
c) Comunicarla, por defecto, a través de un archivo institucional abierto, accesible de modo libre y gratuito a través de internet.
d) Cualquier otra forma de acceso (restringido, embargado, cerrado) deberá solicitarse expresamente y obedecer a causas justificadas.
e) Asignar por defecto a estos trabajos una licencia Creative Commons.
f) Asignar por defecto a estos trabajos un HANDLE (URL *persistente)*.

4º. Derechos del autor.

El autor, en tanto que titular de una obra tiene derecho a:

a) Que la Universidad identifique claramente su nombre como autor de la misma
b) Comunicar y dar publicidad a la obra en la versión que ceda y en otras posteriores a través de cualquier medio.
c) Solicitar la retirada de la obra del repositorio por causa justificada.
d) Recibir notificación fehaciente de cualquier reclamación que puedan formular terceras personas en relación con la obra y, en particular, de reclamaciones relativas a los derechos de propiedad intelectual sobre ella.

5º. Deberes del autor.

El autor se compromete a:

a) Garantizar que el compromiso que adquiere mediante el presente escrito no infringe ningún derecho de terceros, ya sean de propiedad industrial, intelectual o cualquier otro.
b) Garantizar que el contenido de las obras no atenta contra los derechos al honor, a la intimidad y a la imagen de terceros.
c) Asumir toda reclamación o responsabilidad, incluyendo las indemnizaciones por daños, que pudieran ejercitarse contra la Universidad por terceros que vieran infringidos sus derechos e intereses

a causa de la cesión.

d) Asumir la responsabilidad en el caso de que las instituciones fueran condenadas por infracción de derechos derivada de las obras objeto de la cesión.

6º. Fines y funcionamiento del Repositorio Institucional.

La obra se pondrá a disposición de los usuarios para que hagan de ella un uso justo y respetuoso con los derechos del autor, según lo permitido por la legislación aplicable, y con fines de estudio, investigación, o cualquier otro fin lícito. Con dicha finalidad, la Universidad asume los siguientes deberes y se reserva las siguientes facultades:

- La Universidad informará a los usuarios del archivo sobre los usos permitidos, y no garantiza ni asume responsabilidad alguna por otras formas en que los usuarios hagan un uso posterior de las obras no conforme con la legislación vigente. El uso posterior, más allá de la copia privada, requerirá que se cite la fuente y se reconozca la autoría, que no se obtenga beneficio comercial, y que no se realicen obras derivadas.
- La Universidad no revisará el contenido de las obras, que en todo caso permanecerá bajo la responsabilidad exclusive del autor y no estará obligada a ejercitar acciones legales en nombre del autor en el supuesto de infracciones a derechos de propiedad intelectual derivados del depósito y archivo de las obras. El autor renuncia a cualquier reclamación frente a la Universidad por las formas no ajustadas a la legislación vigente en que los usuarios hagan uso de las obras.
- La Universidad adoptará las medidas necesarias para la preservación de la obra en un futuro.
- La Universidad se reserva la facultad de retirar la obra, previa notificación al autor, en supuestos suficientemente justificados, o en caso de reclamaciones de terceros.

Madrid, a 27 de enero de 2021

ACEPTA

Fdo……

Motivos para solicitar el acceso restringido, cerrado o embargado del trabajo en el Repositorio Institucional:

COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA
ICAI

MÁSTER UNIVERSITARIO EN INGENIERÍA INDUSTRIAL

TRABAJO FIN DE MÁSTER

INVERSIÓN DE IMPACTO: LA RELACIÓN ENTRE IMPACTO SOCIAL Y RENDIMIENTO FINANCIERO

Autor: Ramiro Rivera Rodríguez

Director: Braulio Pareja Cano

Madrid

INVERSIÓN DE IMPACTO: LA RELACIÓN ENTRE IMPACTO SOCIAL Y RENDIMIENTO FINANCIERO

Autor: Rivera Rodríguez, Ramiro
Director: Pareja Cano, Braulio

RESUMEN DEL PROYECTO

Hasta hace pocos años, el sector lucrativo o de los negocios, y el sector de las organizaciones sin ánimo de lucro u ONGs estaban muy separados. Sin embargo, desde hace un tiempo se viene reflexionando que los intermediarios financieros tienen mucho que decir en el desarrollo de los países y en el cuidado del medio ambiente. Es por eso por lo que desde hace unos años se han desarrollado las inversiones socialmente responsables o finanzas sostenibles, cuyo objetivo consiste en orientar fondos hacia proyectos con criterios de responsabilidad social en materia de gobernanza, misión social y/o medioambiental.

Sin embargo, las inquietudes y, en muchas ocasiones, las correspondientes iniciativas del público general en materia social y medioambiental no parecen estar traduciéndose en el impacto que realmente se requiere. Se estima que, para conseguir los Objetivos de Desarrollo Sostenible marcados por la ONU, se requiere el despliegue de 3,9 trillones de dólares al año. Hoy en día, 1,4 trillones de dólares se destinan las iniciativas que tienen por propósito alcanzar las métricas marcadas por los ODS, lo cual deja un escalón de 2,5 millones de dólares adicionales requeridos. No parece (i) ni que los gobiernos o la filantropía gocen de los márgenes para desembolsar esta cantidad (ii) ni que depender de estos como opción a largo plazo sea una solución sostenible, en cualquier caso.

En este contexto se acuñó en 2007 el término de las *inversiones de impacto*, que se definen como aquellas realizadas con el objeto de producir un impacto positivo y medible en materia social y medioambiental, a la vez que un retorno financiero.

El creciente interés por parte del inversor sobre las inversiones de impacto no sería posible traducir en despliegue de capital y por tanto de consecución de impacto social y medioambiental de no ser por la empresa social, concepto que nació en el Reino Unido a finales de los años 70 en contraposición a la clásica visión de la empresa comercial, cuyo único objetivo es maximizar el valor para los dueños de la organización. Las empresas sociales, en contraposición, se encuentran a medio camino entre el sector privado y la filantropía. Sin renunciar a los beneficios, tienen como misión conseguir un objetivo social.

Nacida con el objetivo de servir de puente para la solucionar la brecha financiera, se trata de una industria dentro del mundo financiero relativamente nueva, creciente, y que está despertando el interés de relevantes actores del mundo de los negocios. Sin embargo, todavía tiene margen para crecer y se poder convertirse en una verdadera industria con características bien definidas, repleta de expertos y que mueva grandes cantidades de capital de manera eficiente. Aunque hoy en día ya existe una gran cantidad de iniciativas que buscan contribuir a

la proliferación del *impact investing* (en inglés), no se conoce bien su funcionamiento y se requiere investigación para ampliar el conocimiento sobre mejores prácticas y evolución del sector.

De cara a colaborar con el avance de la industria, este Trabajo se ha centrado en contribuir al sector de las inversiones de impacto facilitando la llegada de capital a gran escala, es decir, atraer a inversores institucionales.

Estos grandes fondos, cuando trabajan con inversiones alternativas, no suelen invertir de manera directa en las compañías o en carteras de real estate, si no que lo hacen mediante gestoras locales de fondos de inversión que son las que crean el vehículo y actúan de intermediario entre el dinero y la empresa. El trabajo de entidades como *JP Morgan*, en concreto en un artículo de investigación para la *Global Impact Investment Network* en el que realiza una encuesta a los propios inversores de impacto, permite demostrar la relevancia que el sector otorga al mercado de intermediadores (los gestores de fondos de inversión). En este artículo se explica muchos inversores perciben el mercado de intermediarios como un factor crítico para suministrar fondos a escala y facilitar la participación de grandes inversores institucionales.

De este modo, los objetivos de investigación de este Trabajo parten de un problema que se ha detectado en el sector de la inversión de impacto: la dificultad de los gestores por tomar decisiones alineadas con sus expectativas tanto financieras como de impacto. De este modo, el objetivo principal es el de ofrecer una herramienta de *screening* rápido de empresas sociales, ofreciendo unas notas estandarizadas de retorno financiero, riesgo e impacto, y que permita recomendar al usuario las mejores oportunidades de inversión de impacto. Con esto se busca contribuir a acelerar este proceso de adopción de análisis de las inversiones de impacto y que este ocurra lo antes posible en las casas de inversión que tienen como clientes a los inversores institucionales, mostrando cómo se puede introducir de manera sencilla la variable del impacto en las fases más tempranas del proceso de decisión de inversión.

En particular, se ha centrado el tema en el sub-segmento de las microfinanzas. Gracias a la iniciativa *MIX Market*, se ha podido acceder a una base de datos muy extensa (aún más teniendo en cuenta el bajo nivel de desarrollo de los países de los cuales se ha de obtener la información) que recoge datos de un gran número de instituciones de microfinanzas. El concepto de las Microfinanzas hace referencia a una categoría particular dentro de los servicios financieros que tiene como objetivo el que particulares y pequeñas empresas que no poseen la posibilidad de acceder los sistemas bancarios tradicionales puedan contar con la prestación de sus servicios. Están diseñados para alcanzar clientes en situación de exclusión debido a sus condiciones socioeconómicas.

De este modo, el vehículo que se concebirá para este Trabajo es un fondo de inversión en microfinanzas utilizando capital de inversores institucionales para invertir en instituciones de microfinanzas (MFI, por sus siglas en inglés) a través de fondos propios. Este vehículo

analizará distintas inversiones y ofrecerá una recomendación al usuario en función de los parámetros que ha introducido, dotando a cada oportunidad de inversión de una nota normalizada de rendimiento financiero, otra de riesgo y otra de impacto.

Para obtener las métricas financieras se ha proyectado el balance de las instituciones financieras (con la información obtenida de MIX) y se ha descendido por la cuenta de pérdidas y ganancias hasta poder aplicar el método de descuento de dividendos para valorar la compañía y la inversión, teniendo en cuenta las limitaciones de ratio de capital a las que se ven sometidas estas instituciones. Un reto relevante de este proyecto ha tenido que ver con el tratamiento de la valoración de las más de doscientas entidades de microfinanzas, y la solución que se ha observado más adecuada ha sido la de incorporar botones de Excel que estuviera asociadas a macros de *Excel*. En lo que respecta a las métricas de riesgo, la métrica principal empleada es la del riesgo país, obtenida de la base de datos del la *International Country Risk Guide* del *PRS Group,* aunque también se han utilizado métricas que miden la calidad de la cartera.

Por su parte, las métricas de impacto se han analizado en dos categorías: métricas de adicionalidad calculadas y métricas de impacto directo calculadas u obtenidas. El concepto de la adicionalidad tiene que ver con evaluar el hecho de que parte del impacto que se obtendrá con la financiación ofrecida se podría haber conseguido sin la intervención del capital desplegado en cuestión, por mucha necesidad que tenga, se evalúa así la inercia de crecimiento que trae el entorno de la entidad y la facilidad de la compañía para conseguir financiación. Por ello, en este caso se han empleado dos puntos de información: el ratio de capital medio que hubiera obtenido la entidad sin la entrada de la inversión (en condiciones normales del negocio) en los siguientes cinco años y el crecimiento del PIB del país esperado para el próximo año. Naturalmente, cuanto menor fueran estás métricas, mayor nota de adicionalidad recibiría la institución en la categoría de impacto.

En cuanto a las métricas de impacto directo, se ha establecido: diversidad en la entidad (porcentaje de mujeres en la plantilla), diversidad en la cartera (porcentaje de mujeres en la lista de receptores de la cartera de préstamos), apoyo de la cartera al ámbito rural (porcentaje de receptores del ámbito rural en la lista de receptores de la cartera de préstamos), y apoyo de la cartera a la microempresa (porcentaje de microempresas en la lista de receptores de la cartera de préstamos). Por otro lado, se han empleado métricas macroeconómicas obtenidas del FMI para evaluar la necesidad de desarrollo a nivel país, afectando directamente al impacto que tendrá la financiación en comparación con otras regiones con mayor nivel de desarrollo. En este caso, se han tenido en cuenta: tasa de desempleo del país y PIB per cápita del país.

Así tras un proceso de obtención de percentiles consolidados por categoría, se obtiene una métrica consolidada normalizada total, que nos dará el ranking en que el recomendador coloca cada oportunidad. Finalmente, se muestra en la pestaña de resultado únicamente las inversiones solicitadas (cortando donde corresponda, por ejemplo, en 5 instituciones si el usuario ha pedido únicamente 5 oportunidades para su vehículo de inversión) y el orden

obtenido, junto con los percentiles obtenidos en cada categoría. En la Ilustración 1 se observa el resumen de los detalles indicados por el inversor, mientras que en la Ilustración 2 se observa un ejemplo de resultado del recomendador.

El proceso que llevaría a cabo el usuario, por tanto, consistiría simplemente en dos pasos:

i. Desplegar la configuración en la pestaña destinada a acoger la entrada del usuario.
ii. Observar en la pestaña dedicado a mostrar resultados la recomendación devuelta por la herramienta.

We recommend that for the assumptions taken:

Fund size	million $	$14.000.000
Number of investments	#	7
Ticket	million $	$2.000.000
Tenor per investment	years	4
Time horizon for growth to be realized	years	5
Cost of equity	%	7%
Terminal value % (P/BV Eq)	x	0,9

Ilustración 1: Ejemplo de panel de interacción con el usuario para parametrizar su análisis

The investment distribution should be:

	Amount of investment	MFI Name	Country	Implied stake %	IRR	Financial percentile	Risk percentile	Impact percentile	All-in percentile
1	$2.000.000	Sathapana Bank	Camboya	3%	31%	90,8%	85,7%	88,3%	97,3%
2	$2.000.000	Nirdhan	Nepal	15%	27%	81,0%	81,1%	96,3%	96,5%
3	$2.000.000	NWTF	Filipinas	16%	34%	93,6%	95,5%	61,1%	95,1%
4	$2.000.000	HKL	Camboya	3%	21%	63,7%	87,1%	96,2%	94,5%
5	$2.000.000	PRASAC	Camboya	1%	17%	51,7%	86,8%	93,6%	90,7%
6	$2.000.000	AMK	Camboya	5%	16%	47,0%	86,0%	96,0%	89,7%
7	$2.000.000	CARD Bank	Filipinas	3%	14%	40,6%	95,1%	92,2%	89,3%

Ilustración 2: Ejemplo de recomendación de oportunidades de inversión al usuario

Como conclusión se puede extraer que, aunque la estandarización es compleja a la hora de poner una inversión de impacto al lado de la otra y ser capaz de tomar una decisión detallada, es realmente posible obtener un *número rápido* gracias al empleo de herramientas de procesado de muchos datos como la que hemos desarrollado en este Trabajo.

Este Trabajo confía, por tanto, en que sirva idealmente de vehículo de *desatasque* de procesos de implementación de inversiones de impacto en gestoras de fondos de inversión, muchas veces lastrados por la dificultad a la hora de analizar un gran número de inversiones.

IMPACT INVESTING: THE RELATIONSHIP BETWEEN SOCIAL IMPACT AND FINANCIAL PERFORMANCE

Author: Rivera Rodríguez, Ramiro
Director: Pareja Cano, Braulio

ABSTRACT

Until a few years ago, the for-profit or business sector and the non-profit or NGO sector were largely separated. For some time now, however, it has been realised that financial intermediaries have a major role to play in the development of countries and in environmental protection. This is why socially responsible investments or sustainable finance have been developed in recent years, the aim of which is to direct funds towards projects with socially responsible criteria in terms of governance, social and/or environmental mission.

However, the concerns and, in many cases, the corresponding initiatives of the general public on social and environmental issues do not seem to be translating into the impact that is really required. To achieve the Sustainable Development Goals set by the UN, an estimated $3.9 trillion per year is required. Today, $1.4 trillion is allocated to initiatives that aim to achieve the SDG metrics, leaving an additional $2.5 billion required. It does not appear (i) either that governments or philanthropy have the margins to disburse this amount (ii) or that relying on them as a long-term option is a sustainable solution in any case.

In this context, the term impact investments was coined in 2007, defined as investments made with the aim of producing a positive and measurable social and environmental impact as well as a financial return.

The growing investor interest in impact investments would not be possible to translate into capital deployment and thus the achievement of social and environmental impact were it not for social enterprise, a concept that was born in the UK in the late 1970s as opposed to the classic vision of the commercial enterprise, whose sole objective is to maximise value for the owners of the organisation. Social enterprises, in contrast, are halfway between the private sector and philanthropy. Without sacrificing economic profit, their mission is to achieve a social goal.

Born with the objective of bridging the financial gap, it is a relatively new and growing industry within the financial world, and one that is attracting the interest of relevant business players. However, it still has room to grow into a real industry with well-defined characteristics, full of experts and moving large amounts of capital efficiently. Although there are already a large number of initiatives that seek to contribute to the proliferation of impact investing, its functioning is not well understood and research is needed to expand knowledge on best practices and the evolution of the sector.

In order to collaborate with the advancement of the industry, this project has focused on contributing to the entry of impact investments by facilitating the arrival of large-scale capital, i.e., attracting institutional investors.

These large funds, when working with alternative investments, do not usually invest directly in the companies or in real estate portfolios, but do so through local investment fund managers who create the vehicle and act as intermediaries between the money and the company. The project of entities such as *JP Morgan,* specifically in a research article for the *Global Impact Investment Network*, in which it conducts a survey of impact investors themselves, demonstrates the relevance that the sector gives to the intermediary market (investment fund managers). This article explains how many investors perceive the intermediary market as a critical factor in providing funds at scale and facilitating the participation of large institutional investors.

Thus, the research objectives of this paper start from a problem that has been identified in the impact investing industry: the difficulty for managers to make decisions aligned with both their financial and impact expectations. Thus, the main objective is to provide a quick screening tool for social enterprises, offering standardized financial return, risk and impact scores, and allowing the user to recommend the best impact investment opportunities. The aim is to contribute to accelerate this process of adoption of impact investment analysis and to make it happen as soon as possible in investment houses that have institutional investors as clients, showing how the impact variable can be introduced in a simple way at the earliest stages of the investment decision process.

In particular, the focus has been on the sub-segment of microfinance. Thanks to the *MIX Market* initiative, it has been possible to access a very extensive database (even more so considering the low level of development of the countries from which the information is to be obtained) which collects data from a large number of microfinance institutions. The concept of microfinance refers to a particular category of financial services that aims to provide services to individuals and small businesses that are not able to access traditional banking systems. They are designed to reach clients who are excluded due to their socio-economic conditions.

Thus, the vehicle to be designed for this project is a microfinance investment fund using capital from institutional investors to invest in microfinance institutions (MFIs) through equity. This vehicle will analyse different investments and provide a recommendation to the user based on the parameters entered, giving each investment opportunity a standardised score for financial performance, a standardised score for risk and a standardised score for impact.

To obtain the financial metrics, the balance sheet of the financial institutions has been projected (with the information obtained from *MIX*) and the profit and loss account has been worked down to be able to apply the dividend discount method to obtain a valuation for the company and a financial metric for the investment (Internal Rate of Return), taking into account the limitations of the capital ratio to which these institutions are subject. A relevant challenge of this project has had to do with the treatment of the valuation of the more than 200 microfinance institutions, and the most appropriate solution has been to incorporate *Excel* buttons associated with *Excel* macros. Regarding risk metrics, the main metric used was country risk, obtained from the *PRS Group's International Country Risk Guide* database, although metrics measuring portfolio quality were also used.

Impact metrics have been analysed in two categories: calculated additionality metrics and calculated or obtained direct impact metrics. The concept of additionality has to do with assessing the fact that part of the impact that will be obtained with the financing offered could have been achieved without the intervention of the capital deployed in question, however necessary it may be, thus assessing the growth inertia brought about by the entity's environment and the company's ease of obtaining financing. Therefore, in this case, two data points have been used: the average capital ratio that the institution would have obtained without the entry of the investment (under normal business conditions) over the next five years and the country's expected GDP growth for the coming year. Naturally, the lower these metrics, the higher the score of additionality the institution would receive in the impact category.

In terms of direct impact metrics, the following have been established: diversity in the entity (percentage of women in the workforce), diversity in the portfolio (percentage of women in the list of loan portfolio recipients), portfolio support to rural areas (percentage of rural recipients in the list of loan portfolio recipients), and portfolio support to microenterprises (percentage of microenterprises in the list of loan portfolio recipients). On the other hand, macroeconomic metrics obtained from the *IMF* have been used to assess the need for development at the country level, directly affecting the impact that the financing will have in comparison with other regions with a higher level of development. In this case, the following have been taken into account: the country's unemployment rate and the country's GDP per capita.

Thus, after a process of obtaining consolidated percentiles by category, a total normalised consolidated metric is obtained, which will give us the ranking in which the recommender places each opportunity. Finally, the result tab shows only the investments requested (cutting where appropriate, for example, in 5 institutions if the user has requested only 5 opportunities for his investment vehicle) and the order obtained, together with the percentiles obtained in each category. Figure 1 shows the summary of the details provided by the investor, while Figure 2 shows an example of the recommender's output.

The process for the user would therefore consist of two simple steps:

i. Display the configuration in the tab intended to accommodate user input.
ii. Observe in the tab dedicated to displaying results the recommendation returned by the tool.

We recommend that for the assumptions taken:

Fund size	million $	$14.000.000
Number of investments	#	7
Ticket	million $	$2.000.000
Tenor per investment	years	4
Time horizon for growth to be realized	years	5
Cost of equity	%	7%
Terminal value % (P/BV Eq)	x	0,9

Figure 1: Example of user interaction panel to parameterize your analysis

The investment distribution should be:

	Amount of investment	MFI Name	Country	Implied stake %	IRR	Financial percentile	Risk percentile	Impact percentile	All-in percentile
1	$2.000.000	Sathapana Bank	Camboya	3%	31%	90,8%	85,7%	88,3%	97,3%
2	$2.000.000	Nirdhan	Nepal	15%	27%	81,0%	81,1%	96,3%	96,5%
3	$2.000.000	NWTF	Filipinas	16%	34%	93,6%	95,5%	61,1%	95,1%
4	$2.000.000	HKL	Camboya	3%	21%	63,7%	87,1%	96,2%	94,5%
5	$2.000.000	PRASAC	Camboya	1%	17%	51,7%	86,8%	93,6%	90,7%
6	$2.000.000	AMK	Camboya	5%	16%	47,0%	86,0%	96,0%	89,7%
7	$2.000.000	CARD Bank	Filipinas	3%	14%	40,6%	95,1%	92,2%	89,3%

Figure 2: Example of a recommendation of investment opportunities to the user

In conclusion, although standardization is complex when it comes to putting one impact investment next to another and being able to make a detailed decision, it is really possible to obtain a quick number thanks to the use of data-intensive processing tools such as the one we have developed in this paper.

This paper therefore hopes that it will ideally serve as a vehicle for unblocking impact investment implementation processes in investment fund managers, which are often hampered by the difficulty of analyzing a large number of investments.

Índice de la memoria

Índice de la memoria 17
Índice de figuras 19
Capítulo 1. Introducción 21
1.1 Justificación y elección del tema 21
1.2 Objetivos del Trabajo 22
Capítulo 2. Metodología 25
2.1 Desarrollo de la metodología 25
2.2 Fuentes 26
Capítulo 3. Marco Teórico 28
3.1 Las inversiones de impacto 28
3.1.1. Soluciones nuevas para los problemas de siempre 29
3.1.2. El papel catalizador de los inversores 30
3.1.3. Acuñando el concepto: convergen dos ideas 31
3.1.4. Inversiones de impacto: perfilando el concepto 32
3.1.5. Características concretas de las inversiones de impacto 33
3.1.6. Definición del inversor de impacto 35
3.1.6.1. Adicionalidad de las inversiones 36
3.1.7. La empresa social 36
3.1.8. ¿Son una nueva clase de activo o no? 38
3.1.9. A modo de ejemplo: los Bonos de Impacto Social y el pago por éxito 38
3.2 Las microfinanzas: subsegmento de las inversiones de impacto 41
Capítulo 4. Resultados 44
4.1 Descripción del trabajo realizado 44
4.1.1. Decisión del instrumento 44
4.1.1.1. Invertir en la deuda de una compañía 44
4.1.1.2. Invertir en los fondos propios de una compañía 45
4.1.1.3. ¿Qué tipo de financiación interesa a las instituciones de microfinanzas? 46
4.1.2. Decisión del vehículo 48
4.1.2.1. Asunciones del vehículo 49
4.2 Desarrollo de la herramienta 50
4.2.1. Obtención de las métricas estandarizadas 50

4.2.2. Métricas de impacto 50
4.2.3. Métricas de riesgo 51
4.2.3.1. Riesgo país 52
4.2.3.2. Niveles de morosidad 53
4.2.4. Métricas financieras 53
4.2.4.1. Período de recuperación 53
4.2.4.2. Valor Actual Neto 54
4.2.4.3. Tasa Interna de Retorno (TIR) 54
4.3 Resultados finales 56
4.3.1. Descripción práctica y recorrido a través de la herramienta 56
4.3.1.1. Obtención y filtrado de información 56
4.3.1.2. Pestaña Data Filtered 57
4.3.1.3. Obtención de la métrica financiera: TIR 58
4.3.1.4. Método de valoración de la inversión: la valoración fundamental 62
4.3.1.5. Gestión del amplio número de instituciones 74
4.3.2. Obtención de las métricas de riesgo 77
4.3.3. Obtención de las métricas de impacto 79
4.3.3.1. Métricas de adicionalidad calculadas 79
4.3.3.2. Métricas de impacto directo 79
4.3.4. Cálculo de las métricas estandarizadas 80
4.3.4.1. Pestaña Conso Output 81
4.3.4.2. Presentación de resultados 85
4.4 Análisis de los resultados 86
4.4.1. Ejemplo 1: gran institución con grandes tickets de inversión 86
4.4.2. Ejemplo 2: institución de mediano tamaño con experiencia en las inversiones de impacto 87
4.5 Escalabilidad de la herramienta 90
Capítulo 5. Conclusiones 92
Capítulo 6. Alineación con los ODS 95
Bibliografía 97

Índice de figuras

Ilustración 1: Ejemplo de panel de interacción con el usuario para parametrizar su análisis 12
Ilustración 2: Ejemplo de recomendación de oportunidades de inversión al usuario 12
Ilustración 1: Diagrama de tipos de inversiones en microfinanzas 42
Ilustración 2: Logo de la institución de microfinanzas 1st Valley Bank 58
Ilustración 3: Desembolso inicial en el perfil de flujos de caja durante la vida de la inversión 59
Ilustración 4: Flujos habituales en el perfil de flujos de caja durante la vida de la inversión 61
Ilustración 5: Valor termina en el perfil de flujos de caja durante la vida de la inversión . 62
Ilustración 6: Ejemplo de modelo de descuento de dividendos 66
Ilustración 7: Ejemplo de lay-out de balance de situación para el período histórico 67
Ilustración 8: Ejemplo de asunción a futuro de los ratios relevantes del balance de situación 68
Ilustración 9: Ejemplo de cálculo de ratios relevantes del balance de situación para el período histórico 68
Ilustración 10: Ejemplo de proyección a futuro del balance de situación de una entidad de crédito 69
Ilustración 11: Ejemplo de cálculo de ratios relevantes de la cuenta de pérdidas y ganancias para el período histórico 70
Ilustración 12: Ejemplo de lay-out de la cuenta de pérdidas y ganancias para el período histórico 70
Ilustración 13: Ejemplo de asunción a futuro de los ratios relevantes de la cuenta de pérdidas y ganancias 71
Ilustración 14: Ejemplo de proyección a futuro de la cuenta de pérdidas y ganancias de una entidad de crédito 72
Ilustración 15: Aspecto de la pestaña Macro Data per Country 73
Ilustración 16: Aspecto de los botones de las macros de la pestaña Ejemplo para Macro .. 75
Ilustración 17: Ilustración de la obtención del ratio de la cartera en riesgo 78
Ilustración 18: Ilustración de la obtención del ratio de cancelaciones 79
Ilustración 19: Primer paso en la normalización de datos para obtener métricas estandarizadas 82
Ilustración 20: Segundo paso en la normalización de datos para obtener métricas estandarizadas 83
Ilustración 21: Resultado final tras obtener el conjunto de métricas estandarizadas 84
Ilustración 22: Tercer paso en la normalización de datos para obtener métricas estandarizadas 84

Ilustración 23: Ejemplo de panel de interacción con el usuario para parametrizar su análisis *85*
Ilustración 24: Pantalla resumen de la parametrización escogida por el usuario para el Ejemplo 1 ..... *86*
Ilustración 25: Ejemplo de recomendación de oportunidades de inversión al usuario para el Ejemplo 1 ..... *86*
Ilustración 26: Mapa de la relación riesgo-retorno financiero de las oportunidades de inversión ofrecidas para la parametrización del Ejemplo 1 ..... *87*
Ilustración 27: Mapa de la relación impacto-retorno financiero de las oportunidades de inversión ofrecidas para la parametrización del Ejemplo 1 ..... *87*
Ilustración 28: Pantalla resumen de la parametrización escogida por el usuario para el Ejemplo 2 ..... *88*
Ilustración 29: Ejemplo de recomendación de oportunidades de inversión al usuario para el Ejemplo 2 ..... *88*
Ilustración 30: Mapa de la relación riesgo-retorno financiero de las oportunidades de inversión ofrecidas para la parametrización del Ejemplo 2 ..... *89*
Ilustración 31: Mapa de la relación impacto-retorno financiero de las oportunidades de inversión ofrecidas para la parametrización del Ejemplo 2 ..... *89*

Capítulo 1. Introducción

Las inversiones de impacto son una tendencia en el mundo financiero que aúna la búsqueda de beneficios económicos a la vez que un impacto social positivo. A continuación, explicaremos las causas de la elección del tema de investigación para este TFG, además de los objetivos fundamentales.

1.1 Justificación y elección del tema

Durante mis estudios universitarios, he estado siempre interesado por el ámbito financiero y las pautas que marcan los movimientos de los flujos de capital en el mundo. Al oír hablar de las inversiones de impacto y de la introducción de la tercera variable el impacto en la decisión de inversión, así como del creciente interés del público general y de los inversores en materia de inversión sostenible, entendí que se trataba de un tema de gran interés y sobre el que valdría la pena conocer más en profundidad.

Este trabajo se sustenta sobre la firme creencia de que las inversiones de impacto no solamente tienen cabida en el futuro cercano, sino que van a jugar un papel importante en la manera en que los ahorradores toman conciencia del impacto que generan o dejan de generar con sus movimientos de capital y en la manera en que las personas toman conciencia de los problemas que ocurren en nuestro planeta. Pueden ser un instrumento clave para que proyectos que pueden cambiar el mundo consigan la financiación que necesitan, generándose a su vez equipos de inversión que se conviertan en expertos en lo social y/o medioambiental de cada sector y sean capaces de contribuir con recursos de otro tipo, no solamente financieros, incrementando en consecuencia los niveles de impacto.

Sin embargo, este escenario solo es posible en caso de que esta naciente manera de proceder con las inversiones crezca y se convierta una verdadera industria con características bien definidas, repleta de expertos y que mueva grandes cantidades de capital de manera eficiente. Aunque hoy en día ya existe una gran cantidad de iniciativas que buscan contribuir a la proliferación del *impact investing,* no se conoce bien su funcionamiento y se requiere investigación para ampliar el conocimiento sobre mejores prácticas y evolución del sector.

Ejemplos claros de esta industria son, por un lado, entidades proveedoras de servicios de consultoría (muchas veces de forma gratuita) de medición de impacto (de manera que puedan acceder al capital que va aumentando su interés por la empresa social pero que no contribuirá si el impacto no se mide) y, por otro, compañías que realizan actividades de educación en estandarización gestión de las métricas de impacto para las gestoras de fondos de inversión.

Además, el tema de este TFG es relevante porque estas actividades son a la vez esenciales y muy complicadas de realizar. Su continuidad es clave para el futuro de las inversiones de impacto. Sin embargo, existe una zona de trabajo más aterrizada y tangible hacia la cual este TGM busca orientarse: la proliferación de las inversiones de impacto gracias a la entrada de los inversores institucionales.

1.2 Objetivos del Trabajo

Los objetivos de investigación parten de un problema que hemos detectado en el sector de la inversión de impacto: la dificultad de los gestores por tomar decisiones alineadas con sus expectativas tanto financieras como de impacto. A continuación, se presentará este problema y se explicarán los objetivos de este trabajo, que estarán dirigidos a aportar una solución. De este modo, el objetivo principal es el de ofrecer una herramienta de *screening* rápido de empresas sociales, ofreciendo unas notas estandarizadas de retorno financiero, riesgo e impacto, y que permita recomendar al usuario las mejores oportunidades de inversión de impacto.

Tradicionalmente los grandes inversores institucionales, fondos de pensiones y aseguradoras, tenían muy limitadas sus decisiones de inversión en instrumentos que se alejaran mucho de la renta fija y de la renta variable. Sin embargo, desde hace varios años los inversores institucionales están entrando en el formato de las inversiones alternativas: capital riesgo, infraestructura, *real estate,* crédito, *venture capital y otros.* Entre estos últimos se encuentra la inversión de impacto, y muchas grandes gestoras están entrando en ella. [1]

Cuando trabajan con inversiones alternativas, grandes fondos no suelen invertir de manera directa en las compañías o en carteras de *real estate*, sino que lo hacen mediante gestoras locales de fondos de inversión que son las que crean el vehículo y actúan de

intermediario entre el dinero y la empresa. Por tanto, para que el patrimonio que está en manos de los grandes fondos de pensiones y aseguradoras llegue a la empresa social, es imperativo que las gestoras locales se familiaricen cuanto antes con las inversiones de impacto, las entiendan, aprendan de su funcionamiento, con el objetivo de que se planteen seriamente el crear un vehículo (un fondo) de inversión en este tipo de activos al conocer la creciente demanda que existe por el producto. De hecho, en el futuro, probablemente sea el propio cliente el que le solicite a la aseguradora o al fondo de pensión en cuestión que sus inversiones tengan un mínimo de impacto. [2]

El trabajo de entidades como *JP Morgan*, en concreto en un artículo de investigación para la *Global Impact Investment Network* en el que realiza una encuesta a los propios inversores de impacto, permite demostrar la relevancia que el sector otorga al mercado de intermediadores (los gestores de fondos de inversión). En este artículo se explica muchos inversores perciben el mercado de intermediarios como un factor crítico para suministrar fondos a escala y facilitar la participación de grandes inversores institucionales.

Sin embargo, aunque en teoría, todo esta listo para que los gestores de fondos empiecen a contemplar ante el crecimiento en la demanda de los inversores y en las oportunidades de inversión, la realidad es que, en la práctica, no están listos. Se trata de un cuello de botella de significativa importancia en la cadena de valor de las inversiones de impacto. Este es precisamente el problema que se va a atacar con detalle en el curso de este Trabajo, buscando darle solución.

Estas gestoras son capaces de localizar entre miles de oportunidades, cuáles son las que vale la pena introducir en listas cortas finales y, eventualmente, decidir cuáles son las cinco o seis que miran muy seriamente al año. Es en estas cinco o seis donde tiene lugar un desembolso importante de esfuerzos, pues incorporan un proceso de *due diligence* en el que la inversión se analiza en detalle. Muchas veces este proceso se externaliza y el coste es elevado, por lo que es importante que sea eficiente el proceso hasta llegar a la lista corta.

Los analistas y asociados que trabajan en estas gestoras de fondos de inversión son capaces de realizar este proceso de *screening* de forma relativamente sencilla realizando valoraciones rápidas de la compañía y evaluando el riesgo gracias al conocimiento que van atesorando con los años en los diferentes sectores (tienen cifras en la cabeza). La inclusión de

la tercera variable – el impacto – hace del proceso de *screening* algo menos evidente y automático, en el que una herramienta intuitiva, creemos, servirá de gran ayuda.

En conclusión, este Trabajo contribuir a acelerar el proceso de adopción de análisis de las inversiones de impacto y que este ocurra lo antes posible en las casas de inversión que tienen como clientes a los inversores institucionales.

Como objetivos secundarios, este Trabajo busca contribuir a:

- Ilustrar de forma descriptiva e interactiva el proceso de decisión de inversión de las inversiones de impacto
- Mediante el apoyo sobre una profunda revisión de la literatura, se pretende por último ayudar a comprender el funcionamiento de la industria a aquellos que la desconocen por completo

Capítulo 2. Metodología

2.1 Desarrollo de la metodología

Este TFM ha seguido una serie de pasos hasta desarrollar el objetivo de investigación. A continuación, mostramos cuáles han sido:

a) Revisión de la literatura: este Trabajo se ha servido de artículos académicos, informes de compañías relevantes y herramientas de agregación de información como *Google Scholar* para contextualizar y conocer las particularidades del tema central de este TFM.
b) Desarrollo de un marco teórico en base a los conceptos de medición de impacto, concretamente en el ámbito de las microfinanzas, para comprobar dónde se encuentra la frontera del conocimiento del tema.
c) Identificación y selección de métricas de impacto, riesgo y rendimiento financiero para emplearlas en la herramienta.
d) Obtención de los datos necesarios para poder conseguir los objetivos, apoyándose en bases de datos públicas de grandes cantidades de información.
e) Desarrollo de una herramienta que permite estandarizar las distintas métricas y comparar inversiones al mismo nivel, con el desafío añadido que supone el análisis a gran escala del rendimiento financiero de un gran número de inversiones.

El objetivo subyacente, como se ha explicado en anterioridad, es siempre facilitar la educación del gestor de capital institucional en el ámbito de las inversiones de impacto, mostrando cómo se puede introducir de manera sencilla la variable del impacto en las fases más tempranas del proceso de decisión de inversión.

El sistema que se ha empleado ha sido Microsoft Excel, debido a su gran capacidad tanto de filtrado de datos como de modelación. De cara a la gestión de grandes cantidades de información, la solución que se observó más adecuada fue la de incorporar botones de Excel que estuviera asociadas a macros de *Excel*. Las macros de Excel son herramientas que incorpora la plataforma en su apartado Desarrollador, que permiten definir acciones repetitivas gracias a su lenguaje de programación incorporado.

Por último, en relación con el desarrollo Memoria, esta se ha redactado originalmente en castellano, indicando los nombres propios en extranjero, así como las palabras utilizadas en su lengua original distinta al español, en cursiva.

2.2 Fuentes

Este Trabajo se nutre de un gran número de fuentes secundarias, tanto bibliográficas como provenientes de bases de datos, para poder desarrollar este TFM.

Para acceder a las fuentes bibliográficas hemos utilizado gestores bibliográficos especializados como *Google Scholar* o *Academia, generalmente para el uso de artículos académicos. También hemos accedido a* informes publicados en las páginas web de grupos de interés relevantes en las inversiones de impacto como pueden ser: *Accion*, *Acumen, APA, Global Impact Investing Network*, Foro Impacto, *International Institute for Sustainable Development* o *IRIS+*. Todas ellas se explicarán con más detalle en la bibliografía al final de la memoria.

Al final de esta Memoria se puede encontrar la lista completa de la Bibliografía académica y de informes obtenidos de páginas web relevantes que se han empleado para este trabajo, siguiendo la nomenclatura internacional APA para referenciar.

En cuanto a los datos a mayor escala que se han empleado para poder desarrollar la herramienta datos de *MIX Market,* institución de gran relevancia en el ámbito de las inversiones de impacto y, en particular, en el sector de las microfinanzas. *MIX Market* ha hecho un esfuerzo considerable durante los últimos años para reunir datos de instituciones de microfinanzas, proporcionando elevada granularidad y ofreciéndolos de manera gratuita y abierta al público general. Aunque la compañía había conseguido reunir ya información de 2019 (e incluso del 2020) para muchas entidades de microfinanzas, se han empleado los datos hasta 2018 para poder poner todas las instituciones al mismo nivel en cuanto a datos disponibles.

También se han empleado para datos macroeconómicos (Producto Interior Bruto, desempleo, riesgo país…) datos históricos y estimados a futuro hechos públicos por el Fondo Monetario Internacional y la fundación *The PRS Group*, otra agencia de calificación macroeconómica y política importante entre las grandes instituciones que ofrecen una métrica

de riesgo país (como se explicará más adelante). En este último caso, se ha podido acceder a datos publicados en 2015, incluyendo sus estimaciones para 2019. Estos datos, pese a no ser los correctos, han servido de *proxy* indicativo para el desarrollo de la métrica de riesgo.

Cabe por último destacar que ha sido necesario desarrollar los conocimientos de modelaje financiero para poder obtener las métricas financieras que se explicarán más adelante para un gran número de instituciones de microfinanzas. Para ello se han empleado fuentes como *Investopedia, Center for Financial Inclusion* o *Breaking Into Wall Street.*

Capítulo 3. Marco Teórico

3.1 Las inversiones de impacto

Existen numerosas formas de afrontar los incontables problemas y desigualdades que se pueden encontrar hoy en día, y desde hace muchos años, a lo largo y ancho del planeta. La filantropía, la caridad organizada en torno a entidades sin ánimo de lucro, la cooperación internacional… llevan funcionando, ayudando y solventando problemas de mayor o menor trascendencia desde tiempos inmemorables. Sin embargo, desde hace unos años han venido ocurriendo una serie de fenómenos han ido generando inquietudes en las personas en relación con estas formas de afrontar los problemas. Numerosos grupos de personas están tomando conciencia de que las desigualdades que se identificaron hace mucho tiempo en el mundo y que se decidieron tratar siguen muy lejos de estar solucionadas. A modo de ejemplo, y pese a que se ha tardado más en extender, está el caso del gran desafío que supone el cambio climático. Pese a estar identificado, las medidas que se realizan sobre lo implementado habitualmente resultan en la conclusión de que muchas iniciativas no se encuentran en vías de cumplir las metas de lo acordado o comprometido. [3]

En este contexto nacen los Objetivos de Desarrollo Sostenible como parte de la Agenda 2030 de la Asamblea General de las Naciones Unidas adoptada en 2015. Se trata de 17 Objetivos con 169 metas de carácter integrado e indivisible que abarcan las esferas económica, social y ambiental. Aunque sirven de excelente punto de apoyo, no son directrices, sino que cada país es libre de fijar sus propias metas nacionales en consonancia con los Objetivos, en función de los retos particulares a los que cada nación haga frente. Sirven, por tanto, entre otras cosas, para hacer llegara todo el mundo un mensaje directo y unificado que ayude a concienciar. [4]

Este incremento en concienciación y en preocupación por los problemas que agitan el mundo es especialmente relevante en los jóvenes. Las nuevas generaciones incorporan la búsqueda de *purpose*, de *meaning,* de significado en sus carreras profesionales, objetivos que van más allá de las aspiraciones más tradicionales. Esto viene marcado, entre otras muchas cosas, por las mayores facilidades que existen hoy en día para viajar y poner en contacto

personas en lugares muy alejados en el espacio, lo que sin duda permite una mayor identificación de los individuos con problemas que antes podía parecer muy lejanos.

3.1.1. Soluciones nuevas para los problemas de siempre

Sin embargo, las inquietudes y, en muchas ocasiones, las correspondientes iniciativas del público general en materia social y medioambiental no parecen estar traduciéndose en el impacto que realmente se requiere. Se estima que para conseguir los Objetivos de Desarrollo Sostenible marcados por la ONU, se requiere el despliegue de 3,9 trillones de dólares al año. Hoy en día, 1,4 trillones de dólares se destinan las iniciativas que tienen por propósito alcanzar las métricas marcadas por los ODS, lo cual deja un escalón de 2,5 millones de dólares adicionales requeridos. No parece (i) ni que los gobiernos o la filantropía gocen de los márgenes para desembolsar esta cantidad (ii) ni que depender de estos como opción a largo plazo sea una solución sostenible, en cualquier caso. [5]

Como explica Sir Ronald Cohen, *Chairman* del *Global Steering Group for Impact Investing* (y fundador de la firma de capital riesgo americana *Apax*), la conclusión a la que un numero importante de personalidades del ámbito financiero ha llegado es que la manera de atacar los problemas globales no puede continuar siendo la misma. Los gobiernos intentan hacer frente a problemas sociales y del medioambiente, pero no poseen las herramientas necesarias para tener el efecto que desean, a la escala que es necesaria para que las soluciones desplegadas tengan credibilidad. Las iniciativas filantrópicas, por su parte, consiguen desplegar al año entre 500 y 600 millones de dólares, un porcentaje muy pequeño del total en comparación al esfuerzo que dedica el sector público. [6]

De este modo, la conclusión que se alcanza es que, de alguna forma u otra, el sector privado debe empezar a involucrarse en la búsqueda de soluciones escalables para los problemas sociales y medioambientales que sacuden al mundo. Los mercados reúnen a los mejores expertos en identificación y gestión de riesgos, frente a los que puede haber en empresas del tercer sector. Por otro lado, se suele identificar a la iniciativa privada con mayor capacidad de innovación y flexibilidad que aquella dirigida por el sector público.

Grandes figuras en el mundo de los negocios como Sir Ronald Cohen empezaron a ponerse de acuerdo para organizar una revolución en la que creían. Comenzaron a darse cuenta

de que esta disrupción en la manera en la que se tratan los problemas sociales, necesaria para ponerles realmente solución, solo es posible si viene acompañada de un cambio de mentalidad en la manera de actuar por parte de las empresas. Poco a poco, han ido concluyendo que el paradigma actual por el que se rigen las decisiones de inversión y la acometida de proyectos por parte de las empresas, bajo un marco de compromiso entre riesgo y retorno sobre el capital, debe cambiar hacia la inclusión de una tercera pata, el impacto medible que tienen en materia social y medioambiental las inversiones y los proyectos.

Han pasado varios años desde que en 2007 se empezaron a llevar a cabo estas reflexiones y los principales exponentes de esta tendencia elevaron sus preocupaciones hasta el G8, donde las iniciativas empezaron a tomar forma sólida.[7]

3.1.2. El papel catalizador de los inversores

Sin embargo, esta visión de un mundo en el que el papel de la empresa para con los problemas sociales cambia de forma tan radical solo es imaginable si existe un cambio proporcional en el motor real de las empresas: el sistema financiero. Si este no esta dispuesto a cambiar su manera de actuar, no será posible el cambio social-medioambiental.

La perspectiva de la empresa como agente cuyas actividades tienen repercusiones positivas sobre la sociedad se remonta al siglo XIX con los inicios del movimiento sindical, cuando agrupaciones de empresarios industriales en Europa y Estados Unidos empezaron a preocuparse por el bienestar de sus empleados. Por otro lado, fueron creándose también agrupaciones que consideraban poco éticos los negocios que se lucraban gracias a productos perjudiciales para la salud de los ciudadanos, como ocurre con el tabaco o el alcohol. Tiempo después, desde los años noventa la Responsabilidad Social Corporativa ha ido desarrollándose en todo el mundo, afectando a la toma de decisiones de las empresas en materia de gestión de recursos humanos, calidad de producto, buenas prácticas en cadena de suministro…, y a la cultura de las compañías en general. La tendencia que existe es a hacer de las compañías grandes *drivers* de impacto por el libre movimiento de las fuerzas del mercado – si una compañía muestra una mala imagen de cara al público no solo los inversores sino también los potenciales trabajadores y socios a lo largo de la cadena de suministro evitarán que se les relacione con esta, la cual perderá competitividad. [8]

En el momento actual aparecen nuevas ventanas de oportunidad gracias a las nuevas tecnologías: la facilidad de acceder a transacciones en la otra punta del globo y la conveniencia que ofrece trasmisión inmediata de nuevos conceptos e iniciativas son más relevantes que nunca. El crecimiento del interés por parte del inversor en incorporar cuestiones sociales en su cartera de inversión, en mayor o menor medida, es hoy en día incuestionable. En (Peifer, 2023) se analiza cómo la preocupación por cuestiones éticas da forma a la decisión de inversión, concluyéndose que la inversión socialmente responsable atrae capital más *paciente* independientemente de sus expectativas en cuanto resultados financieros. Esto se demuestra en el artículo comparando fondos de inversión que incorporan criterios socialmente responsables en su decisión de inversión con sus semejantes que no lo hacen.[9]

3.1.3. Acuñando el concepto: convergen dos ideas

Por un lado, el público general, abarcando desde los líderes del mercado de los negocios hasta el ciudadano medio de a pie, se inclina desde hace unos años, y de manera cada vez más intensa, hacia desafiar la norma clásica que prioriza el valor a corto plazo del accionista por encima de todo. En cambio, lo que está cada vez más a la orden del día la búsqueda de la creación de valor en el largo plazo para diversos agentes en toda la cadena de valor.

Por otro lado, desde el entorno del inversor se lleva un tiempo ya desafiando la noción clásica que impone una decisión binaria entre invertir su capital maximizando retorno ajustado a su riesgo o donarlo a fondo perdido en causas sociales. Uno de los argumentos detrás de esto es que las medidas de ayuda humanitaria no tienen el resultado que deberían. Las estrategias diseñadas por gobiernos y ONGs en general no siguen modelos sostenibles, creando enormes dependencias, y, por extensión, no pueden ser las que definan el futuro de las soluciones sociales. [10]

En definitiva, hoy en día existe una tendencia incuestionable a poner en duda y a reflexionar acerca de las responsabilidades que tienen tanto las empresas como el sector financiero en la construcción del mundo del mañana. En este contexto, las inversiones de impacto nacen con el objetivo de fusionar en una única práctica las motivaciones de las inversiones tradicionales y de la filantropía, fruto de la convicción de la incapacidad de la caridad de alcanzar la escala suficiente para tratar los problemas globales que existen hoy en

día, por un lado, y de la firme creencia en el potencial del sector privado para desarrollar prácticas que pongan solución a estas cuestiones.

El término se acuña en 2007 en el seno de la Fundación Rockefeller, primera vez que se conoce su empleo. Una coalición de filántropos e inversores le ponen nombre a una práctica venía cogiendo forma unos años atrás. [11]

3.1.4. Inversiones de impacto: perfilando el concepto

Las inversiones de impacto se definen como aquellas realizadas con el objeto de producir un impacto positivo y medible en materia social y medioambiental, a la vez que un retorno financiero. Como se ha explicado con anterioridad, los recursos que a día de hoy existen a disposición para resolver los mayores desafíos a nivel global son insuficientes: el capital en manos de gobiernos y filantropía no es suficiente para solucionar estos problemas, y en consecuencia el objetivo de las inversiones es servir de puente para la solucionar la brecha financiera. [10]

Es importante remarcar que no se trata de una clase de activo diferente como tal, sino de un criterio de inversión transversal a infinidad de clases de activos. Una clase de activo suele ser un conjunto de valores o inversiones reguladas bajo marcos y normas similares y que habitualmente se comportan de forma similar ante diversas situaciones en el mercado (renta fija, renta variable, capital riesgo, *real estate*…). Las inversiones de impacto, en cambio, son inversiones englobadas bajo el mismo enfoque en la decisión de inversión, pero no representan una clase de activo por sí solas. [12]

Tanto los primeros desarrolladores de los términos que definen la categoría de las inversiones detrás como el creciente número de entidades que hoy en día se encargan de crear vehículos, asesorar, dar a conocer… lo hacen bajo la firme convicción de que un cambio transformativo solo se puede conseguir mediante modelos de negocio financieramente sostenibles. [13]

El resultado es una industria dinámica que juega un rol crucial de cara a mejorar la vida de millones de personas en todo el mundo, y por extensión el mundo en el que todos viviremos en el futuro y con el que se encontrarán las próximas generaciones.

3.1.5. Características concretas de las inversiones de impacto

Desde la *Global Impact Investing Network* (GIIN), se defiende que es importante marcar claramente cuáles son las características que definen las inversiones de impacto, de forma que todos los agentes implicados o interesados en la práctica estén alineados en cuanto a responsabilidades y expectativas. El término puede considerarse muy amplio y es por ello por lo que pretenden aterrizar sus límites y sus elementos clave. Así, para que una inversión se considere de impacto, esta debe contar con: [4]

- Intencionalidad: es esencial que el inversor tenga la intención de generar un impacto social o medioambiental. Este es un punto que suele generar bastante duda y es importante que sea clarificado. Muchas empresas o inversores argumentan, tras oír hablar por primera vez de las inversiones de impacto, que, en su cartera, conformada en su día en base a criterios puramente financieros, cuentan con activos subyacentes cuya actividad está generando un impacto positivo, ya sea en materia social o medioambiental. Estas inversiones, sin duda pueden estar teniendo impacto, pero, sin embargo, no se deben catalogar como inversiones de impacto. [14]

- Un retorno financiero. No se trata de filantropía: estas inversiones deben buscar un retorno financiero sobre el capital invertido, y, por tanto, las donaciones están excluidas. Más allá, este retorno puede ser buscado en todo el rango desde las inversiones por debajo del mercado hasta las que tienen un retorno ajustado a su riesgo. Existe mucho análisis e investigación acerca de la visión intuitiva tradicional que refleja que una inversión que busca un impacto social o medioambiental automáticamente está sacrificando un retorno financiero. Es una industria que está en pleno crecimiento, y muchas inversiones son a largo plazo, de modo que todavía no se pueden sacar conclusiones categóricas en claro. Sin embargo, una gran cantidad de agentes de entre los mayores exponentes de la práctica están convencidos de que en absoluto existe necesariamente este sacrificio. [13]

- Un amplio espectro de posibilidades en cuanto a la clase de activo: incluyendo renta fija, capital riesgo... Los sectores de actividad objetivo de las inversiones de impacto van desde industrias de productos básicos, como los relacionados con agricultura, agua y vivienda, hasta el ámbito de los servicios básicos, como lo son educación, salud, energía y servicios financieros. Por esta razón, al haber una importante disparidad sectorial, en consecuencia, existe una gran variedad de instrumentos de inversión.

- Una medición del impacto que genera. Probablemente la condición/característica más relevante de todas en cuanto a educar al público general en el crecimiento del sector. Es imprescindible que el inversor mida y reporte los resultados de las inversiones subyacentes en materia social y medioambiental. Este es otro punto que habitualmente suele generar más preguntas que respuestas y por eso mostramos el ejemplo del Foro Económico Mundial que ilustra distintos tipos de resultados medibles generados por inversiones de impacto. [15]
    - Agricultura: Aumento en la productividad debido a mejoras en formación o tecnología
    - Educación: Tasas de chicas jóvenes en secundaria en África subsahariana
    - Energía: Número de personas que consiguen acceso a electricidad
    - Medioambiente: Toneladas de compensación de CO_2 resultado de un producto o servicio
    - Finanzas: Cantidad de productos de micro-seguros vendidos a personas con SIDA
    - Salud: Tasa de readmisión de pacientes con diabetes por mejoras en seguimiento
    - Vivienda: Descenso en cifras de personas sin hogar en una localidad particular

3.1.6. Definición del inversor de impacto

Existe una inmensa variedad de perfiles de inversores que pueden participar en las inversiones de impacto. Desde instituciones de financiación al desarrollo, fundaciones y gestores de patrimonios hasta empresas y bancos comerciales, pasando por firmas de gestión de activos o fondos de pensiones. En 2019, desde GIIN ser más precisos y se publicó un informe detallando las características esenciales de un inversor de impacto. Así, describen cuatro prácticas para definir a esta clase de inversor:

- Contribuye de forma intencionada al impacto positivo en los ámbitos social y medioambiental a través de inversiones que traen consigo un retorno financiero.
- Usa datos de impacto en el diseño de la inversión, tanto cualitativos como cuantitativos.
- Gestionan los resultados en cuanto a impacto, mediante lazos retroactivos que afecten a la manera en la que gestionan las inversiones a lo largo de la vida de estas.
- Contribuyen al crecimiento del sector de las inversiones de impacto, siendo transparentes y facilitando el intercambio eficiente de conocimientos para favorecer la toma de decisiones del resto de grupos de interés implicados en el ámbito.

Al tratarse de una industria en pleno desarrollo, es muy importante que los conceptos claves no se pierdan en este proceso de rápida expansión del término, y que las líneas que delimitan el ámbito no sean difusas, de modo que se evite el *green-washing*: el apoderamiento del término por su atractivo comercial por parte de grupos de interés que realmente cumplan los requisitos de las inversiones de impacto o de los inversores de impacto. Esta exigencia en cuanto a lo estricto de la toma de forma de esta nueva industria responde a una necesidad natural de mantener la credibilidad del sector. A medida que crece la demanda de inversores interesados en la industria, los mercados de capital requieren claridad en lo que esperan de la práctica y los términos en los que se enmarca en esencia la participación en el mercado. [16]

Una de las clásicas cuestiones que se plantean al conocer por primera vez los profesionales el concepto de las inversiones de impacto tiene que ver con su propio nombre. Muchas veces se argumenta que cualquier inversión está teniendo impacto porque el mero hecho de facilitar la financiación está activando la puesta en marcha de un proyecto que no podría llevarse a cabo de otro modo. Desde el lado de los defensores de la taxonomía y la conservación de un marco claro en el que se mantenga firme el concepto de inversión de impacto mientras crece la industria se explica que efectivamente, se trata de inversiones *con* impacto (mayor o menor), pero no de inversiones *de* impacto. [13]

3.1.6.1. *Adicionalidad* de las inversiones

Muchos argumentan que otra característica que debe ser introducida (con mayor o menor exigencia) es la de la *adicionalidad* de las inversiones. Esto tiene que ver con plantearse la pregunta "¿se hubiera generado el impacto que se ha creado, o se hubiera alcanzado la financiación conseguida, de no haber sido por la inversión de impacto llevada a cabo?". Es decir, se plantea la necesidad de comparar los resultados con un escenario *business-as-usual* para observar si, de cualquier modo, los rendimientos (tanto en materia de impacto como de financiación) o parte de ellos se hubieran conseguido de no ser por el empleo de esta clase particular de inversiones. [17]

Ejemplos palpables de esta realidad son los proyectos que evolucionan bien desde la nada hasta alcanzar un modelo de negocio efectivo y con niveles de riesgo a niveles comerciales. Muchos agentes involucrados en inversiones de impacto explican que a partir de este punto la inversión en estos proyectos dejarían de considerarse de impacto, al poder probablemente acceder a los canales de financiación habituales. Ese capital, si se quisiera alocar con los criterios de las inversiones de impacto, debería dirigirse a otros proyectos.

3.1.7. La empresa social

El creciente interés por parte del inversor sobre las inversiones de impacto no sería posible traducir en despliegue de capital y por tanto de consecución de impacto social y medioambiental de no ser por la empresa social. De la misma manera, el efecto se produce también en la otra dirección y es precisamente la reciente cascada de empresas sociales que

están haciendo las cosas bien la que en muchos casos anima al inversor a introducirse en el sector de las inversiones de impacto. [11]

Se trata un concepto que nació en el Reino Unido a finales de los años 70 en contraposición a la clásica visión de la empresa comercial, cuyo único objetivo es maximizar el valor para los dueños de la organización. Las empresas sociales, en contraposición, se encuentran a medio camino entre el sector privado y la filantropía. Sin renunciar a los beneficios, existen para conseguir un objetivo social, como puede ser la penetración de la energía renovable, ayudar a la creación de puestos de trabajo, facilitar el acceso a educación, salud o agua potable…

A diferencia de las ONGs u otras entidades sin ánimo de lucro, se trata de compañías consideradas *for profit,* es decir, orientadas a la generación de beneficios para sus inversores, pero con intención de impacto: *profit-with-purpose*. Su misión es conseguir un beneficio, mientras resuelven problemas sociales y del medio ambiente. Hacen esto desarrollando modelos de negocio financieramente sostenibles, que permiten que no tengan que depender de financiación externa en la forma de donaciones.

Así, serán estas las que canalizarán el capital que (1) se necesita desplegar y (2) los mercados están cada vez más listos para desplegar y materializarán en impacto real la intención de los inversores de apoyar iniciativas con efecto. Cada día más y más empresas sociales nacen en todo el mundo, pero muchas veces no cuentan con la financiación necesaria, muchas veces debido a sus perfiles de riesgo.

Así, debido la naturaleza particular de la misión de este tipo de organizaciones, se requiere financiación más flexible en comparación con las exigencias habituales del sistema financiero, en cuanto a plazos, obligaciones, instrumentos… Trabajan en regiones geográficas con infraestructuras de baja calidad, entornos regulatorios con elevadas tasas de corrupción e, incluso, en muchas ocasiones ocurre que los emprendedores sociales requieren de tiempo para conseguir la confianza de las personas locales, cuyas expectativas muchas veces han sido frustradas en el pasado.

El tipo de capital que permite esta financiación es el conocido como *capital paciente*. Jacqueline Novogratz, fundadora de *Acumen*, fue la que acuñó el término, y sin duda tuvo una

notable influencia en la etapa más embrionaria de la industria de las inversiones de impacto. Se trata de una visión disruptiva que busca coger lo mejor de los mercados, su eficiencia y su potencial para escalar, y fusionarlo con las intenciones de la filantropía tradicional en materia de impacto social. A nivel conceptual, se trata de encontrar un punto medio entre ayuda al desarrollo e inversión extranjera.[18]

Es una visión que explica que los países en vías de desarrollo necesitan paciencia para crecer y por tanto defiende el dejar a los mercados operar para encontrar los resultados más positivos en el largo plazo. Así, se trata de capital que, sin renunciar a un retorno ajustado al riesgo asumido, se caracteriza por tener mayor tolerancia al riesgo, mayores horizontes de tiempo en cuanto al rendimiento del capital y, muchas veces, mayor implicación en la gestión por parte del inversor, con el objetivo de maximizar el impacto social.

La ejecución última del despliegue del *capital paciente* puede moverse a lo largo y ancho del amplio campo que ofrecen estas características de riesgo, implicación, retorno exigido… y, en consecuencia, materializarse en infinidad de instrumentos financieros, desde inversión en fondos propios hasta donaciones en el caso extremo.

3.1.8. ¿Son una nueva clase de activo o no?

Aunque se ha explicado que las inversiones de impacto no son una clase de activo tradicional por sí solas a nivel conceptual, es cierto que muchos autores hacen un paralelismo con los casos de los *hedge funds* o las inversiones en países emergentes, explicando que, aunque sus activos subyacentes sean transversales a productos tradicionales de renta fija y variable, sus perfiles único en cuanto a tipo de profesionales, riesgos y procesos involucrados hace que se les pueda y deba categorizar de manera separada . Muchos defienden la utilidad de esta visión de las inversiones de impacto como una clase de activo por sí misma, explicando que fue esta fragmentación y "etiquetado" la que permitió la penetración de los *hedge funds* o las inversiones en países emergentes en el plano del inversor institucional desde los años 90.

3.1.9. A modo de ejemplo: los Bonos de Impacto Social y el pago por éxito

Dentro de las inversiones de impacto, existe una tendencia creciente: la de los *pagos por éxito*.

Los Bonos de Impacto Social buscan alinear los intereses de muchos agentes involucrados: gobiernos, inversores, empresas sociales, y público general, para desarrollar soluciones efectivas para problemas sociales que tradicionalmente estaban en manos del gobierno y de un promotor, al que se pagaba de manera fija sin atender a los resultados.

El hecho de incorporar la palabra "bono" en su nombre no impide sin embargo que su funcionamiento diste del de los instrumentos de renta fija. En este caso, si bien es cierto que el término del instrumento financiero es fijo, no existen intereses y el repago de la deuda depende del éxito del proyecto para el que se ha empleado el capital desplegado. Así, si tras la evaluación por parte de un intermediario externo se determina que el proyecto ha alcanzado una serie de métricas que habrían sido consensuadas de antemano con los inversores, estos recibirán un retorno además de su principal.

Existe un incentivo importante para los Gobiernos para desarrollar este tipo de iniciativas, pues el funcionamiento habitual de estos instrumentos financieros pasa por alinear de manera adecuada los pagos por objetivos a los costes ahorrados al Estado o gobierno local, eligiendo las métricas correctas a la hora de definir los parámetros del bono. El sector público, por tanto, no asume riesgo, pues el proyecto queda financiado por el sector privado y pagará, una vez existan resultados tangibles, las cantidades equivalentes al ahorro que ha supuesto el éxito de la iniciativa para el Estado (por ejemplo, reducir la tasa de reincidencia de presos supone tanto un éxito en cuanto a impacto social como un ahorro anual para el sector público).

El resultado es un proceso en el que los intereses de todos los grupos de interés están alineados hacia un enfoque orientado a resultados.

El primer Bono de Impacto Social fue desarrollado en el Reino Unido en 2010: el *Peterborough Bond*. Fue un hito importante para el sector de las inversiones de impacto, pues suponía ser la primera vez que se relacionaba el retorno financiero con el impacto de la inversión. En todo el mundo, alrededor del 60% de los individuos que salen de la cárcel vuelven a ser recluidos en los 18 meses posteriores a su puesta en libertad. Por supuesto, esto supone un gasto importante para el Gobierno, por lo que se relacionaron los objetivos de impacto del proyecto con el ahorro para el Gobierno y, a la vez, con la estructuración del retorno para los inversores. Fue un éxito, el promotor del proyecto redujo la tasa de regreso en prisión de los ex

convictos un 10% y los inversores consiguieron un rendimiento del 3% sobre el capital invertido. [18]

Se trata sin embargo de un ejemplo extremo de inversión de impacto, ya que limita explícitamente el rendimiento financiero que puede recibir el inversor supeditado rendimiento en forma de impacto que la sociedad extrae.[11]

3.2 Las microfinanzas: subsegmento de las inversiones de impacto

El concepto de las Microfinanzas hace referencia a una categoría particular dentro de los servicios financieros que tiene como objetivo el que particulares y pequeñas empresas que no poseen la posibilidad de acceder los sistemas bancarios tradicionales puedan contar con la prestación de sus servicios. Están diseñados para alcanzar clientes en situación de exclusión debido a sus condiciones socioeconómicas. Normalmente, se trata de segmentos de población más pobres, habitualmente incluso marginados socialmente, o más aislados por razones puramente geográficas y el objetivo final pasa por conseguir que sean capaces de ser autosuficientes. [21]

Inicialmente, los servicios de microfinanzas estaban limitados al ofrecimiento de prestamos a emprendedores y pequeñas empresas sin acceso a financiación. Hoy en día, en cambio, se puede hablar de un movimiento más grande que busca un mundo con mayor inclusión financiera vía la provisión de servicios y productos financieros de alta calidad pero a la vez asequibles. Así, el concepto realmente engloba también servicios de ahorro, de seguros y de transferencias de dinero. [22]

El concepto de los *microcréditos* no existía antes de los años setenta. Sin embargo, hoy en día se ha convertido en un término recurrente, no solo en el ámbito de las finanzas, sino también en el púbico general. Tanto el concepto de las microfinanzas como el de los microcréditos se atribuyen a Mohammed Yunus, emprendedor social y banquero de Bangladesh receptor del Premio Nobel de la Paz en 2006 por su trabajo en el ámbito de las finanzas inclusivas.

Yunus fundó el Banco Grameen en 1976, conocido como “el banco de los pobres”, y alrededor de este construyó un modelo sostenible de *micro-préstamos* que tenía por objetivo la población empobrecida de Bangladesh y, en particular, las mujeres. En cuanto a la focalización concreta del sector femenino, Yunus explica que desde el principio buscó un equilibrio 50-50 en su programa de prestamos, pero que, al avanzar este, pudo observar que el dinero que entraba en las familias a través de las mujeres traía consigo un beneficio mucho mayor que aquel que

lo hacía por vía del marido. El tiempo le ha dado la razón, y hoy más del 98% del capital desplegado en el ámbito de las microfinanzas termina en manos de mujeres.

Es importante tener en cuenta que las microfinanzas se consideran una herramienta para el desarrollo socioeconómico, que puede ser claramente diferenciada de la caridad. Por ejemplo, familias sobre las que, tras un importante análisis, se concluye que no cuentan con la posibilidad real de generar los flujos de caja, no serán receptoras de un microcrédito. Se trata de un sistema sostenible confeccionado con el objetivo de sacar a personas en exclusión o riesgo de exclusión social y financiera del llamado *círculo de la pobreza*.

Tanto el carácter sostenible del modelo de negocio ideado como el hecho de ser fácilmente distinguible de la caridad pura tradicional y el haber conseguido demostrar la escalabilidad de la iniciativa (más de 24 billones de dólares y 9 millones de receptores de microcréditos durante 40 años lo avalan), hacen de las microfinanzas uno de los mayores exponentes de las inversiones de impacto hasta la fecha.

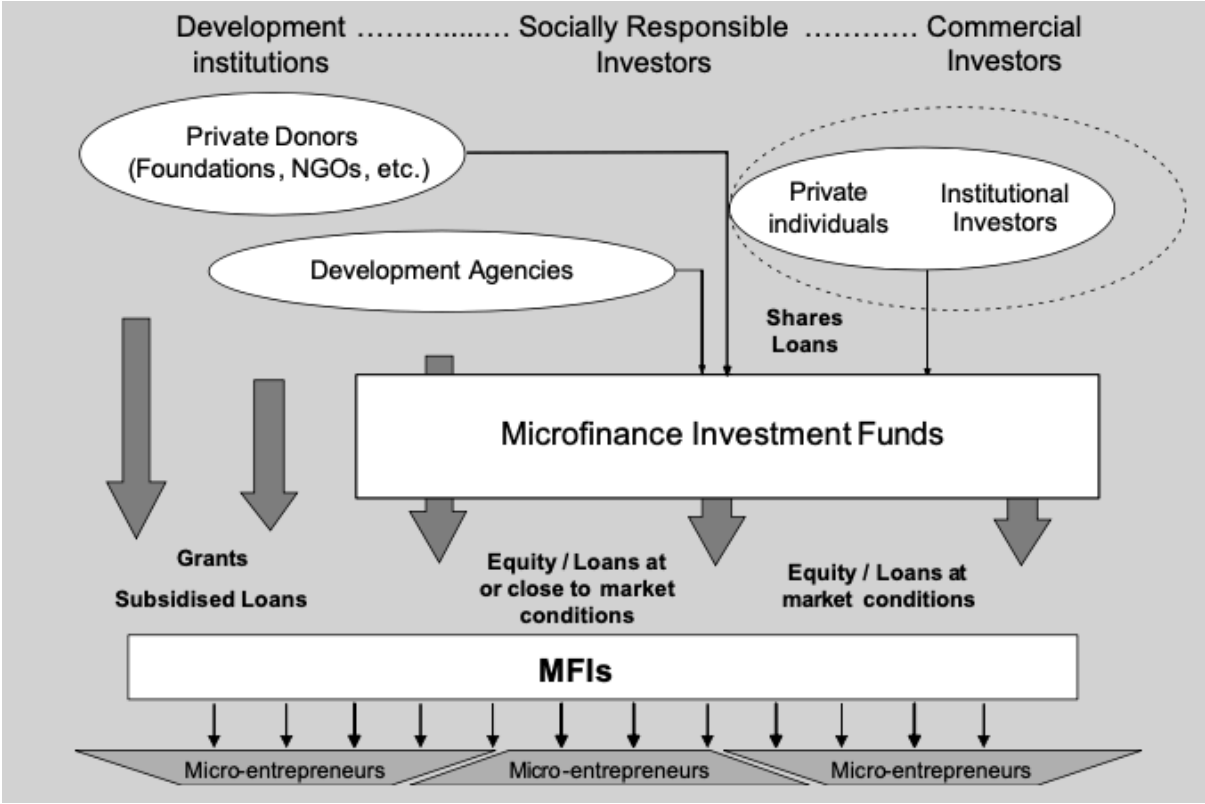

Ilustración 3: Diagrama de tipos de inversiones en microfinanzas

En Ilustración 1 se puede observar las distintas formas de financiación que suele recibir el sector de las microfinanzas. En él se puede observar en la zona derecha dónde tendría cabida nuestro vehículo: un fondo de inversión en microfinanzas utilizando capital de inversores institucionales para invertir en instituciones de microfinanzas (MFI, por sus siglas en inglés) a través de fondos propios (también se emplea en castellano habitualmente el término *equity*). La imagen la proporciona la asociación luxemburguesa sin ánimo de lucro *Appui au Développement Autonome* (ADA), uno de los mayores exponentes en el panorama internacional del apoyo al sector de las microfinanzas. [1]

Capítulo 4. Resultados

4.1 Descripción del trabajo realizado

Con el objetivo último de ilustrar las mecánicas de las inversiones de impacto, introduciendo el factor de impacto en la ecuación que decidirá entre distintas opciones, se ha construido una herramienta que permitirá un análisis preliminar de distintas oportunidades de inversión.

Como se ha explicado con anterioridad, esta herramienta se centrará en las instituciones de microfinanzas. El primer paso de cara a la estandarización de la evaluación es el desarrollo de indicadores que permitan poner las distintas inversiones (en diferentes países, de distintas características, con grandes diferencias en sus activos…) unas al lado de otras y ser capaz de compararlas. Para ello, se han llevado a cabo una serie de pautas para la definición previa de las métricas que corresponderían a cada área de trabajo:

El primer paso en este sentido es la decisión del sector objetivo. Anteriormente se han expuesto para la elección final, las instituciones de microfinanzas; sin embargo, una serie de decisiones quedan por tomarse en el ámbito financiero antes de poner en marcha el proceso de comparación y evaluación.

4.1.1. Decisión del instrumento

Uno de ítems más importantes en la larga lista de elementos para tener en cuenta en cualquier decisión de inversión es el instrumento con el que vamos a entrar en la aventura. En este sentido, pese a que se abre un amplio abanico de opciones híbridas, las vías más clásicas son los fondos propios y la deuda.

4.1.1.1. Invertir en la deuda de una compañía

Como ocurre con una hipoteca, una institución financiera presta una cantidad solicitada a la empresa a cambio de unos intereses durante el período que dure el préstamo, así como la recuperación del principal desembolsado a final del período. Es muy interesante, pues maximiza el retorno de los accionistas, ya que, si todo va bien, permite que los proyectos se

lleven a cabo, que los flujos de caja de estos proyectos paguen los intereses y el principal, y quede un residual para los accionistas sin que ellos hayan tenido que poner más capital en la empresa.

Se trata de una forma de financiación barata porque los pagos son fijos y con un calendario debidamente marcado, y porque desde el banco se ponen una serie de *covenants*, o pactos, que limita las acciones de la empresa en beneficio de la institución que concede el préstamo. Por otro lado, aumenta considerablemente el riesgo de la compañía, puesto que en caso de que las cosas no vayan bien la deuda se sigue teniendo que devolver y por tanto los bancos pueden quedarse con los activos y, en última instancia, con la propia compañía.

4.1.1.2. Invertir en los fondos propios de una compañía

Este tipo de inversión consiste en llegar a un acuerdo con los accionistas de la compañía para obtener una determinada participación en la empresa a cambio de un desembolso de capital, que pasa a formar parte de los fondos propios de esta. Dependiendo de la entidad, a final de año, el resultado del ejercicio (el beneficio neto) se reparte parcialmente entre los accionistas en dividendos, mientras que el resto se reinvierte en la compañía, manteniéndose en los fondos propios de esta. Para los inversores, a la incertidumbre natural que existe cada año acerca del resultado a final de año, se añade que estos dividendos son discrecionales. De este modo, el inversor en fondos propios no busca únicamente un pago fijo por dividendos en cada ventana, sino que el valor total de la compañía crezca para desinvertir en un futuro o que aumenten los dividendos junto al crecimiento.

Aunque pueda parecer que es una vía de financiación barata para la compañía, puesto que ha obtenido una suma de dinero sobre la que no va a tener que pagar intereses en el futuro (los dividendos son discrecionales, a decisión de los gestores de la compañía, y considerablemente más pequeños en porcentaje que los intereses), es una opción más cara. La razón detrás de esto tiene que ver con la dificultad de conseguir este tipo de financiación. El inversor en fondos propios tiene unas expectativas en rendimiento de la inversión en una compañía de las mismas características, y espera un retorno similar (esta reflexión se basa en el concepto de coste de oportunidad, pues podría estar alocando el capital en otro negocio), que, a su vez, es mayor que el de un préstamo debido a que es un instrumento con mayor riesgo (menos visibilidad, menos garantías…). No conseguir dárselo puede significar importantes

dificultades en el futuro para conseguir financiación de este tipo, clave para el crecimiento de la compañía. Por eso, aunque sea poco intuitivo, el coste de esta financiación es elevado.

4.1.1.3. ¿Qué tipo de financiación interesa a las instituciones de microfinanzas?

Las instituciones de microfinanzas, aunque uno pueda creer que consisten en organizaciones no gubernamentales que realizan una actividad muy particular en su campo de trabajo que les confiere un estatus distinto, responden a las leyes implementadas que afectan a todas las instituciones financieras en los diferentes países.

En este sentido, y desde la crisis de 2008, las entidades que ofrecen servicios financieros están sujetas a unos requerimientos de ratios de capital muy exigentes que condicionan su toma de decisiones. Así, estas instituciones, a la hora de definir su estructura de capital (cuánta deuda y cuántos fondos propios incorporan), no solamente están condicionadas por las reglas clásicas que afectan a cualquier compañía: aumento de riesgo al aumentar el endeudamiento, aumento de restricciones en las acciones que la empresa lleva a cabo debido a los *covenants* (pactos firmados en los préstamos), etc, sino que existe además un imperativo legal en su caso.

Estas exigencias tienen origen en una serie de iniciativas promovidas por el G-20 en 2010 tras el estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* con el objetivo de fortalecer el sistema financiero en su conjunto. Estas iniciativas se recogen los llamados Acuerdos de Basilea III. Aunque se propusieron numerosas medidas y se definieron los correspondientes ratios de apalancamiento y liquidez para definir los términos, la más interesante es la que requiere que las entidades de crédito mantengan en todo momento un ratio de capital mínimo (cociente entre determinadas partidas de su estructura de capital y determinadas partidas de sus activos), siguiendo la siguiente ecuación:

$$\frac{Capital\ Tier\ 1}{Activos\ ponderados\ por\ riesgo} \geq x(\%)$$

El concepto de *Capital Tier 1* hace referencia al tramo *de mayor calidad* de los fondos propios. El objetivo de este ratio es que, para cubrirse en el caso de que un banco incurra en pérdidas, exista siempre suficiente colchón de fondos propios de calidad, evitando así la declaración de bancarrota por parte de la institución financiera. Estos requerimientos no afectan al resto de compañías al uso debido al carácter estructural en una economía que se confiere a

las entidades de crédito. Simplificando, *Capital Tier 1* recoge i) el valor de las acciones y ii) las utilidades (beneficios) retenidas.

Por su parte, el término *activos ponderados por riesgo* (en inglés, *Risk Weighted Assets*) consiste en un cálculo realizado para obtener una métrica ajustada del valor de los activos). En una institución financiera, los préstamos concedidos por esta son los que definen el grueso de los activos de esta, mientras que los depósitos y préstamos recibidos por la entidad conforman el pasivo de la compañía. Los activos de más riesgo (préstamos concedidos y otras inversiones de riesgo) tendrán un peso más importante en la obtención de la métrica de los activos ponderados por riesgo que los activos de menor riesgo (caja y equivalentes, inversiones en bonos soberanos...).

Por estas razones, una institución de microfinanzas, como cualquier entidad de crédito, valora más una inversión en fondos propios que una empresa al uso, pues la falta de este tipo de financiación puede realmente suponer un límite a préstamos concedidos por la institución. De hecho, lo normal es que exista un mayor interés por parte de la entidad en conseguir financiación de fondos propios que préstamos, la cual debe ser especialmente difícil de obtener para entidades de tanto riesgo (por el tipo de clientes y países en los que operan).

Con anterioridad se ha explicado el concepto de adicionalidad y la relevancia que tiene factorizar la *necesidad de impacto* a la hora de medir este. Este Trabajo ha asumido por tanto que donde estaría teniendo más impacto financiando una institución de microfinanzas es haciéndolo vía inversión en fondos propios. Por supuesto, habría una serie de razones para replantearse esto. Entre otras:

- Es posible que la propia entidad prefiera no conceder voz y voto a un externo en su estructura interna de toma de decisiones.
- Es posible que no exista apetito por parte del inversor por activos de tanto riesgo (el vehículo que simula el Trabajo no deja de estar conformado por el patrimonio de otros y *nuestras* decisiones de inversión como gestora están limitadas).
- Es posible que las instituciones de microfinanzas estudiadas cuenten de políticas de no reparto de dividendos, i.e. cien por cien de reinversión del beneficio en la

entidad (no sería una opción viable para nuestro vehículo, pues al tratarse de inversiones de impacto se busca acompañar el efecto social de un retorno económico optimizado).

4.1.2. Decisión del vehículo

Tradicionalmente los ahorradores, las personas con dinero en el bolsillo que buscan dar un retorno a un patrimonio que, al no estar generando, automáticamente, está haciendo perder dinero cada instante que transcurra (por la naturaleza propia del coste de oportunidad), se han agrupado entre sí para poner en común su patrimonio e invertir. Esto es así por diversas razones, pero existen dos que destacan por encima el resto.

En primer lugar, el inversor quiere maximizar su retorno minimizando su riesgo. Colocar sus ahorros en una única inversión le dejaría sobreexpuesto a los riesgos que incorpore esta y muy dependiente de su éxito o fracaso. Por esta razón los fondos de inversión son ejemplos de sociedades de inversión colectiva que agrupan el patrimonio de varios ahorradores y que permiten el acceso a inversiones a las que no podrían acceder o bien por mínimos explícitamente exigidos para la inversión o bien por mínimos implícitamente exigidos por la inversión – hay inversiones que no son interesantes si no conllevan un mínimo de capital implicado para que las acciones que se pretenden llevar a cabo con la financiación se lleven a buen puerto y tengan efecto con suficiente impacto en las cuentas del inversor.

Así, el vehículo escogido consiste en un fondo de inversión colectiva que permitirá agrupar el capital de distintos inversores que, aun con un mínimo lógico impuesto, ser flexible en la cantidad de capital comprometido.

Es decir, el vehículo será, desde una perspectiva técnica, parecido a un fondo levantado por una entidad de capital riesgo. Es habitual encontrar en prensa críticas a este tipo de vehículo, que se encarga de comprar participaciones, tanto mayoritarias como minoritarias, en compañías de diversos sectores para ayudarlas a crecer valiéndose de su capacidad de apalancamiento (se trata de grandes gestoras con facilidad para conseguir financiación bancaria) y venderlas al cabo de unos años. Estas voces críticas suelen defender que estas gestoras destruyen valor con sus inversiones oportunistas, dejando las empresas “peor de lo que se las encontraron”. Sin embargo, se puede encontrar literatura que ha demostrado que

estas compañías han tenido históricamente un impacto positivo en el desarrollo económico del país en el que se encuentra la compañía participada. [23]

4.1.2.1. Asunciones del vehículo

Con el objetivo de hacer más simple la valoración y no complicar en exceso un ejercicio ya de por sí difícil de llevar a buen puerto debido a los conocimientos limitados de valoración de empresas, entre otros retos encontrados a lo largo del desarrollo de la herramienta, que expondremos más tarde, se han asumido una serie de características para el vehículo de inversión.

1. La cantidad escogida para el vehículo de inversión se reparte equitativamente por cada una de las inversiones.
2. En este tipo de vehículos de inversión colectiva, cuando se habla de *montante levantado por el fondo*, se suele referir la cantidad total de patrimonio que el fondo ha conseguido comprometer en el fondo. Estas cantidades no se solicitan a los inversores en el momento en que el fondo se pone en marcha, sino que se piden desembolsos de capital cada vez que se requieran por parte de las participadas. El modelo asumido

4.2 Desarrollo de la herramienta

4.2.1. Obtención de las métricas estandarizadas

Como se ha explicado con anterioridad, uno de los grandes desafíos al que se enfrenta cualquier trabajo que implique análisis financiero de compañías privadas es el acceso a datos de cuentas. Una parte muy extensa del tiempo dedicado al desarrollo de este Proyecto ha tenido que ver con el acceso a los datos.

Finalmente, se pudo acceder a los datos que proporciona de forma gratuita y pública en su web la compañía *MIX Market*, una empresa social dedicada al apoyo de las finanzas inclusivas mediante el empleo de actividades de *data science*. Se pudo acceder así a un extenso *set* de datos tanto financieros como de incorporación de medidas sociales para los últimos cinco años para más de mil entidades de crédito de microfinanzas en países en vías de desarrollo.

4.2.2. Métricas de impacto

Tras un profundo estudio de la granularidad de los datos disponibles para las entidades de microfinanzas estudiadas, se han definido una serie de métricas que se tendrían en cuenta a la hora calificar el impacto de las distintas inversiones. Se han agrupado en cuatro verticales:

1. Intencionabilidad: Se han introducido en este apartado las métricas que tienen que ver con la orientación social de los profesionales al mando de la institución, los objetivos marcados por la entidad, y los compromisos definidos en materia social y medioambiental. Estas informaciones no están disponibles para todos los bancos localizados, por lo que se ha estructurado de manera que se ha utilizado la falta de estos datos como forma de penalizar a ciertos bancos. Esto es así porque se ha asumido en el Proyecto que el análisis de MIX en el ámbito social se eleva al mismo nivel de escrutinio que el financiero, y que la falta de datos responde a taras en el proceso de reporte de impacto y medidas sociales por parte de la entidad de crédito.

2. Medidas puestas en marcha. Buenas prácticas de gobierno corporativo y de gestión de recursos humanos, capacidad de medición de la pobreza del cliente, porcentaje

de mujeres en trabajando en la entidad… La misma explicación en relación con la falta de datos mencionada previamente aplica en este apartado.

3. Impacto medido. Más allá de sus compromisos, implicación en cuestiones sociales o incluso medidas implementadas en la búsqueda de impacto, este recoge las métricas que el banco ha ido consiguiendo a lo largo de los años, hasta llegar a los porcentajes observados en el portfolio del último año disponible: porcentaje de préstamos que son a jóvenes respecto del total, porcentaje de préstamos que son a mujeres, porcentaje de préstamos que son a microempresa, porcentaje de préstamos que son a personas en extrema pobreza…

4. Adicionabilidad. Este requerimiento de las inversiones de impacto para ser consideradas como tal, como se ha explicado previamente, tiene que ver con la capacidad de la inversión de impacto de rellenar realmente un nicho desatendido de financiación, o de llegar a donde no llega nadie. Puesto de otra manera, llevar el dinero allí a donde tiene más sentido o se solicita más. En este sentido, y una vez explicada la necesidad de las entidades de crédito, incluyendo las instituciones de microfinanzas, de mantener un cierto ratio de capital, se ha utilizado el ratio medio de capital que mantendría la institución en los próximos cinco años en el evento de no recibir la financiación del fondo. Así, se ha organizado el modelo de forma que se priorice la financiación para a los bancos con ratios más bajos, más cercanos al límite, frente al resto (son los que más necesitan esta financiación en el corto plazo, sin dañar su base de préstamos). Por otro lado, se ha tenido en cuenta el PIB per cápita del país de la entidad como indicador adicional de necesidad de aumentar la base de préstamos en el país, cuanto más bajo, más premia la nota de impacto de la institución.

4.2.3. Métricas de riesgo

El riesgo en una inversión que incorpora únicamente la dupla riesgo-retorno es una métrica que tiene un doble efecto: de subir, por un lado, va a reducir el retorno esperado en esa inversión mientras que, por otro, va a aumentar el retorno que se le va a exigir a ese activo al colocarlo en una franja de riesgo superior (con otros activos dando ese retorno en el mercado),

reduciendo la posibilidad de que esa inversión ocurra por incompatibilidades entre oferta y demanda de financiación.

Así, el apartado de las métricas de riesgo es probablemente el más complejo en cuanto a la obtención de una métrica estandarizada fácil de poner junto a las de impacto y rendimiento financiero. En los valores que cotizan en mercados financieros, con precios actualizados día a día, el riesgo de las distintas inversiones se mide tradicionalmente utilizando la variabilidad de los datos de que se disponen, para estimar así la probabilidad de que el retorno esperado efectivamente ocurra, estudiando los datos ocurridos en el pasado. Siguiendo la línea de lo que se ha expuesto con anterioridad en esta Memoria, el ámbito de este Trabajo se reduce a las inversiones en directo en compañías privadas de las que no se disponen datos históricos con suficiente detalle para fijarnos en una única métrica (e.g. precios de la acción de compañías cotizadas en bolsa), sino que requiere un análisis profundo de la compañía para evaluar el riesgo.

Una vez más, este trabajo busca obtener de forma sencilla, rápida y estandarizada una serie de métricas para evaluar a qué inversiones del inmenso vale más la pena dedicar un tiempo del que muchas veces no se dispone para estudiar en profundidad. La complejidad intrínseca a la evaluación riesgo ha supuesto que se ha simplificado este análisis a dos sencillas métricas: el riesgo país y el nivel de morosidad.

4.2.3.1. Riesgo país

Refleja la incertidumbre asociada con invertir en un país en particular, y por extensión, el punto hasta el cual esa incertidumbre podría suponer pérdidas a los inversores. Esta incertidumbre procede de factores de tipo político, económico, de tipo de cambio o de desarrollo tecnológico. Debido a la falta de datos y de estructuras desarrolladas de reporte, se trata de una métrica que se utiliza con habitualidad en las inversiones en países en vías de desarrollo, como ocurre con las inversiones contempladas en este Trabajo.

Las agencias americanas tradicionales de calificación crediticia (*Fitch, Moody's* y *Standard & Poors)* ofrecen esta calificación para los distintos países, pero el acceso a los datos es de pago. Lo mismo ocurre con otras agencias políticas de calificación, que no ofrecen los datos: *Euromoney, IHS*… Sin embargo, este Trabajo pudo acceder a la calificación que daba

The PRS Group, otra agencia de calificación macroeconómica y política importante en la industria, en 2015, incluyendo sus estimaciones para 2019. Estos datos, pese a no ser los correctos, han servido de *proxy* indicativo para el desarrollo del Trabajo.

4.2.3.2. Niveles de morosidad

Se han obtenido los niveles de morosidad de los últimos cincos año disponible y se han utilizado como métricas para medir el riesgo actual del porfolio. Para poder comparar entre distintas instituciones, se ha obtenido distintos ratio de morosidad de los préstamos en relación con el grueso total de préstamos concedidos.

4.2.4. Métricas financieras

El primer paso en este apartado del proyecto ha consistido en la definición de una métrica que sería que indicaría el rendimiento de las distintas opciones de inversión a la hora de escoger. Una inversión de cualquier tipo ya sea vía colocación de capital en los fondos propios de una entidad o un préstamo de cualquier categoría, se puede analizar de muchas formas distintas, pero hay una serie de técnicas que destacan por encima del resto.

Estos métodos de evaluación son realmente métodos de evaluación de la viabilidad económica de proyectos. Una inversión al fin y al cabo no deja de tratarse de un proyecto que, al igual que ocurre con uno de ingeniería, implica la definición de un calendario de retiradas de caja, de un calendario de entradas de caja y de unos riesgos que estamos dispuestos a asumir tras su estudio. Las siguientes tres técnicas se basan precisamente en estas mecánicas mencionadas, y por tanto su aplicación se encuentra supeditada al despliegue previo de los flujos de caja que se espera que definan el período de la inversión. Aunque unas puedan ser más útiles que otras en distintos ámbitos de aplicación, todas están concebidas tanto para evaluar una inversión en sí misma como para ser capaz de comparar entre varias.

4.2.4.1. Período de recuperación

Una manera habitual de analizar la inversión para tomar una decisión tras presentar el perfil de flujos de caja pasa por estudiar cuál sería el número de años que harían falta para recuperar la cantidad invertida originalmente. Pese a tratarse de una métrica muy intuitiva y tangible, presenta el problema de no ser capaz de i) incorporar el riesgo, ii) incorporar el valor

temporal del dinero y iii) ofrecer facilidades para comparar inversiones: ¿cuál es el período de recuperación apropiado para una inversión u otra? Por otro lado, ignora completamente los flujos caja que tienen lugar más allá del momento de recuperación.

4.2.4.2. Valor Actual Neto

Se trata de una regla de decisión fácil de visualizar que maximiza el valor del dueño del capital. Incorporando el valor temporal del dinero (el dinero no vale lo mismo hoy que mañana, pues estoy perdiendo el coste de oportunidad de haber podido ponerlo a funcionar en una inversión de mayor o menor fácil acceso, consiguiendo obtenerle un rendimiento en el mismo espacio de tiempo), es capaz de ofrecer el valor de todos los flujos de cada de la inversión, descontados al momento presente con una tasa de descuento concreta. Esta tasa de descuento se escoge precisamente en función del coste de oportunidad debido a valor temporal del dinero. El ahorrador tiene aversión al riesgo y como tal está dispuesto a asumir más riesgo solo si se le compensa con un retorno superior. De este modo, dependiendo del perfil de riesgo del proyecto / inversión, se debe utilizar una tasa de descuento u otra a la hora de calcular su Valor Actual Neto.

Esta técnica es muy interesante para decidir si lleva a cabo o no una inversión en particular puesto que incorpora los flujos de caja, el valor temporal del dinero, el perfil de riesgo… Sin embargo, ofrece un valor en euros difícilmente comparable entre inversiones que han requerido quizás una mayor inversión que otras.

4.2.4.3. Tasa Interna de Retorno (TIR)

A partir del calendario de flujos de caja de la inversión, proporciona la tasa de descuento que llevaría el Valor Actual Neto del proyecto a cero. Así, lo que está expresando, es la tasa mínima de retorno anual que debe tener una inversión alternativa para preferirla por encima de esta. Se trata de un método muy utilizado en la industria financiera, pues ofrece un valor porcentual muy ilustrativo que no requiere conocer la cifra entregada para entender el valor relativo que se ha añadido sobre el capital invertido. Esta técnica permite comparar con facilidad inversiones con distintas longitudes, cantidades comprometidas, clases de vehículos e incluso clases de activos, y por tanto ha sido la escogida para trabajar en este Proyecto.

Por supuesto, existe natura un precio a pagar por la sencillez y facilidad de uso de esta métrica: no incorpora el riesgo inherente al proyecto. No se trata de un problema grave en este caso concreto, pues en este Trabajo se ha decidido analizar por fuera el riesgo e incorporarlo con su propia métrica normalizada para ponerlo en paralelo al retorno financiero a la hora de comparar inversiones.

4.3 Resultados finales

4.3.1. Descripción práctica y recorrido a través de la herramienta

El objetivo final del trabajo ha consistido, como se ha venido explicando a lo largo de la memoria, en conseguir reducir una serie de datos de un set de instituciones de microfinanzas, a unas métricas que representen los rendimiento financieros, de riesgo y de impacto de estas instituciones, para poder, una vez obtenidas, normalizarlas y compararlas para establecer, en función de las preferencias del inversor haciendo uso de la herramienta, una clasificación de las inversiones que permita dar una recomendación de inversión personalizada a cada usuario.

4.3.1.1. Obtención y filtrado de información

Unos de los grandes retos que ha tenido este Trabajo ha sido la obtención de datos para poder analizar inversiones de impacto. Tras una relevante búsqueda se pudo, no sin dificultades, conseguir datos gracias a la plataforma *MIX.*

MIX, que responde a "Microfinance Information Exchange" (es decir, centro de intercambio de información acerca de las microfinanzas), es una organización sin ánimo de lucro que ofrece datos de mercado sobre proveedores de servicios financieros a personas de bajos ingresos en todo el mundo. Dentro de esta organización existe la iniciativa *MIX Market*, que ofrece la posibilidad de acceder a una base de datos muy extensa (aún más teniendo en cuenta el bajo nivel de desarrollo de los países de los cuales se ha de obtener la información) que recoge datos de un gran número de instituciones de microfinanzas. El resultado es un repositorio de alto valor abierto a todo el mundo, de forma gratuita.

Los datos que ofrece la plataforma se organizan en dos grandes bloques: información de rendimiento operativo y financiero, e información de rendimiento social y de impacto. Se han utilizados ambos grupos de datos para este Trabajo. La plataforma permite descargar la información en formato *Excel*, fácil de manejar. Consiste en datos de más de 500 instituciones financieras durante más de 15 años.

La imposibilidad de trabajar con tantos datos hizo necesaria un filtrado de estos datos. Este planteamiento fue apoyado por una revisión de los datos y de la coherencia de estos, tras la cual se pudo comprobar que, pese a la legitimidad de la institución proveyendo los datos

(*MIX* cuenta con el respaldo y colaboración del *Centre for Financial Inclusion*, comité de expertos de *Accion*, una organización global sin ánimo de lucro comprometida con la creación de un mundo financieramente inclusivo), una serie de puntos de información no terminaban de tener sentido.

Por otro lado, también se deseaba tener la misma granularidad de datos para todos, de forma de que fueran comparables al cien por cien, sin ventajas o desventajas por calidad de la información utilizada. Si bien es cierto que la plataforma ofrecía datos hasta 2019 para una serie de instituciones financieras, la realidad es que para la mayoría de las instituciones solamente se recogía información hasta 2018. Del mismo modo, ya que este Trabajo pretendía hacer un análisis del retorno financiero que requeriría proyectar información histórica hacia delante, hacían falta varios años hacia atrás de datos. Se escogió finalmente que se emplearían 5 años de datos históricos: esto es, el periodo 2014-2018.

En resumen, una lista de ejemplos de criterios de eliminación de instituciones de microfinanzas que se ha empleado para poder empezar a trabajar con datos limpios es la siguiente:

- Instituciones que no contaban con datos completos para el período 2014-2018
- Instituciones que mostraban cifras incoherentes para datos clave (exageradamente grandes, exageradamente pequeños o incluso nulos), como pueden ser: valor en libros de la cartera de préstamos, valor en libros de la cartera de depósitos, partidas importantes de la cuenta de pérdidas y ganancias, etc.

4.3.1.2. Pestaña *Data Filtered*

Así, y según lo explicado, surge la pestaña *Data Filtered* en el modelo, que recoge los datos financieros y operativos de cada institución para para 2014, 2015, 2016, 2017 y 2018 (4 líneas de datos por institución, por tanto). En el Anexo II se recoge la lista completa de las instituciones financieras y algunos ejemplos de los detalles que se recogen en las columnas año a año.

Esta pestaña será la última pestaña de input de datos, limpios y listos para ser empleados para el análisis posterior.

Para explicar los distintos elementos de la herramienta, se ha introducido el ejemplo de una inversión de un millón de dólares en la institución financiera *1st Valley Bank* en Filipinas. Como se verá más adelante, no se trata de una inversión que sería válida para la decisión de inversión por una serie de, pues este *ticket* de inversión supone una participación demasiado pequeña en la compañía para que tuviera sentido lógico (supondría una participación del 2% según la valoración obtenida). Sin embargo, es, naturalmente, perfectamente válida para ilustrar las dinámicas de la herramienta.

Ilustración 4: Logo de la institución de microfinanzas 1st Valley Bank

4.3.1.3. Obtención de la métrica financiera: TIR

Con anterioridad en esta Memoria se ha explicado porqué se emplearía la TIR como métrica principal de rendimiento financiero. El siguiente paso es explicar cómo se ha obtenido para cada inversión, para poder obtener una única métrica financiera para las 224 instituciones

La TIR de una inversión se construye dibujando los flujos de caja que el activo genera durante la vida de la inversión. En este caso, al tratarse de un ejercicio de decisión de inversión, lo que se esta buscando es la TIR *objetivo*, obtenida proyectando con ciertas asunciones los flujos de caja que la inversión va a generar para el usuario. Resulta de resolver la ecuación que devuelve la tasa de descuento (n) asumiendo que el valor actual neto de la inversión se hace cero:

$$TIR = \sum_{T=0}^{n} \frac{Fn}{(1+i)^n} = 0$$

De este modo, era necesario obtener, para cada institución de microfinanzas:

<u>El desembolso inicial</u>

En primer lugar, esto es, el precio que se pagaría en un primer momento por un porcentaje de la propiedad de la institución de microfinanzas. Ya se ha explicado con anterioridad las razones detrás de la decisión de utilizar los fondos propios de la compañía como instrumento de inversión.

Ilustración 5: Desembolso inicial en el perfil de flujos de caja durante la vida de la inversión

En este punto particular, para calcular esta cifra, se necesita conocer los detalles particulares de la compañía de forma que se pueda obtener una valoración fundamental de la compañía. Más adelante se explicará en mayor profundidad el proceso de valoración la entidad.

Además de los detalles particulares de cada institución de microfinanzas objetivo a valorar, el input del usuario para determinar:

El porcentaje de la entidad que se pretende adquirir

Para determinar este detalle, aparecían inicialmente dos posibilidades: que el usuario determinara explícitamente el porcentaje que deseaba conseguir, aplicable a todas las compañías, o bien que el usuario determinara la cuantía que desea que se incorpore en cada una de las inversiones (el denominado *ticket* de inversión). Se decidió que fuera este último, puesto que se consideró que era más interesante que la herramienta calculara así el porcentaje de propiedad implícito de desembolsar el y descartara las instituciones para las que este porcentaje superara umbrales lógicos (por encima de 20%).

Es relevante mencionar que, naturalmente, esto es un modelo de muy alto nivel que no incorpora la probabilidad de que efectivamente los actuales propietarios de las diferentes entidades de crédito estén dispuestos a dar entrada al inversor en la propiedad de la institución. Se esta modelando de forma que no hay limitaciones o incentivos para que la decisión del usuario caiga de un lado u otro en ese apartado.

Los flujos de caja que el activo generará

A continuación, se deberían proyectar los flujos de caja que se espera recibir por el porcentaje de propiedad que se ha adquirido. En este sentido, es relevante tener, en primer lugar, la información propia de la compañía y, por otro lado, el método empleado para proyectar los flujos de caja. Adicionalmente, se deberá contar con las proyecciones macroeconómicas que sustentarán las asunciones.

En este sentido, cabe destacar que a la construcción de los flujos de caja del negocio en condiciones normales (esto es, sin incorporar la inversión), se debe añadir unas asunciones relacionadas con la manera en que la inversión desencadena un crecimiento extraordinario en los años inmediatamente posteriores al desembolso. Recordemos que una de las razones principales detrás de la decisión de los fondos propios como instrumento de inversión en el caso de las instituciones de microfinanzas tienen que ver con las limitaciones de ratio de estructura de capital que se impone a las entidades de crédito. De este modo, se asume de manera simplista que el dinero que se incorpora a la institución se traduce en préstamos concedidos durante los tres primeros años, con un ritmo de un tercio cada año.

Más adelante se explicará en detalle el proceso de proyección de flujos de caja para el inversor para cada institución financiera.

Por último, para cerrar este apartado, se requiere de la participación del usuario, puesto que este debe proporcionar el horizonte de inversión; esto es, el período durante el cual el inversor desea permanecer en la propiedad de la entidad de crédito en el caso base, antes de desinvertir su posición. A modo de ejemplo, en la Ilustración 4 se muestra cómo quedaría el perfil de la inversión en caso de escogerse un horizonte de 4 años.

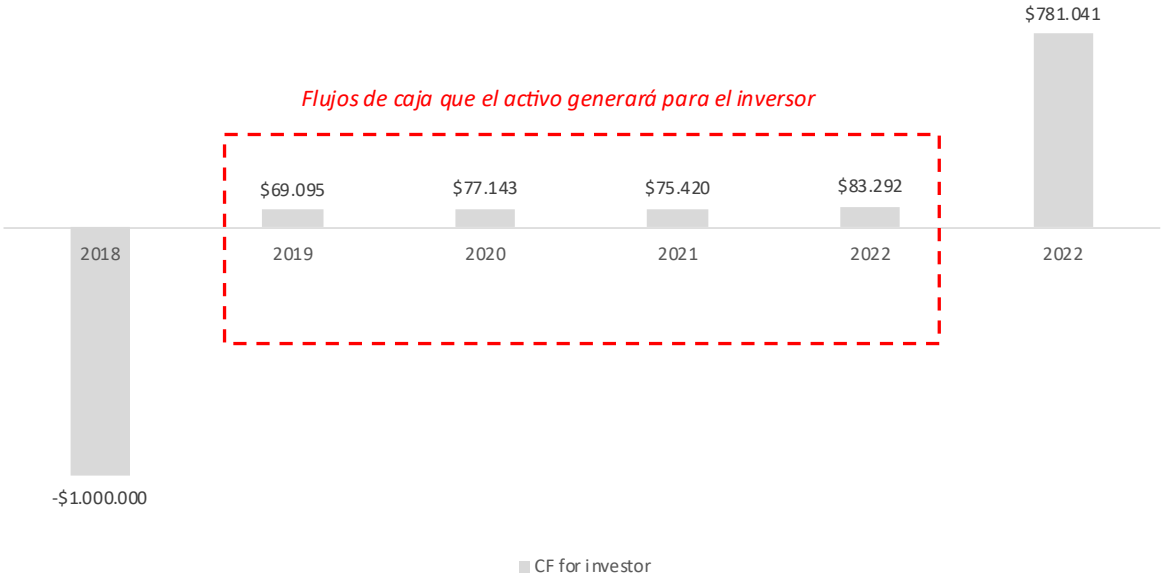

Ilustración 6: Flujos habituales en el perfil de flujos de caja durante la vida de la inversión

Es importante apuntar que muchas instituciones de capital riesgo tienen restricciones fuertes en relación al horizonte de inversión, debiendo cumplir con unos compromisos estipulados en cuanto a tiempo de devolución a los inversores de la cantidad que han comprometido en el fondo. De todas formas, es habitual que en el ámbito de las inversiones de impacto los vehículos gocen de cierta flexibilidad por el carácter particular de las inversiones.

Se ha introducido esta opcionalidad puesto que esta elección tiene un impacto la métrica financiera que nos interesa, la TIR, debido al valor temporal del dinero, pues adelanta por un lado el desembolso de mayor tamaño que el inversor recibe, pero sacrifica las distribuciones

en forma de dividendos que le corresponderían durante un año. La decisión final dependerá del activo y de las restricciones internas que puedan existir desde el lado del inversor.

El valor terminal de la inversión

Finalmente, el último detalle necesario para el cálculo de la TIR objetivo de cada inversión es el valor por el cual se espera que se venda la participación al término del horizonte de inversión deseado. Para ello se debe multiplicar el porcentaje de propiedad del inversor por el valor esperado de la entidad en ese momento, que es muy fluctuante dado que es muy complicado saber en qué condiciones se efectuará esa salida y lo que estará dispuesto a pagar por la participación un potencial comprador.

Existen muchas formas de calcular esta cifra. Una de las más extendidas es calcular la cifra como múltiplo de un ítem relevante de la entidad. Como es habitual en instituciones financieras, se ha utilizado como múltiplo las veces de valor el en libros de los fondos propios de la entidad. En este caso, se ha decidido emplear para todas las instituciones analizadas e independientemente del año de salida un valor común para esta métrica: 0.8 veces.

Ilustración 7: Valor termina en el perfil de flujos de caja durante la vida de la inversión

4.3.1.4. Método de valoración de la inversión: la valoración fundamental

Como se ha explicado, existen muchos métodos de valoración de empresas que se emplean en el ámbito del análisis financiero, siendo los más empleados en la industria financiera: múltiplos de cotizadas comparables, transacciones precedentes y el método de descuento de flujos de caja. Como es habitual cuando se cuenta con varias metodologías de análisis, todas las técnicas gozan de ciertas ventajas y desventajas.

En cuanto al método de transacciones precedentes, como se ha venido explicando a lo largo del, no existen bases de datos extendidas que traten el ámbito de las microfinanzas, y del mismo modo, como es natural en un mercado joven y muy poco líquido, no se ha venido recogiendo suficientes datos de transacciones privadas como para establecer referencias.

En lo que respecta al método de múltiplos comparables de cotizadas, como se explica en (Piskadlo, 2017), aunque durante la última década se han visto una serie de salidas a bolsa (e.g. *Compartamos, Equity Bank, SKS, Equita*s and *Ujjivan*), no existen datos suficientes ni sus mercados son suficientemente maduros como para establecer comparaciones sólidas y basar nuestra valoración en sus múltiplos. [24]

En el caso que nos ocupa, se ha decidido que, entendidos los problemas y ventajas de todas las opciones, el más interesante es el método de descuento de flujos de caja, al ser el único que se encarga de, con una serie de asunciones, valorar la compañía por sus propias características (de ahí que se denomine valoración *fundamental*), en contraste con las otras técnicas extendidas, que se sirven de ratios y múltiplos de empresas comparables (con ciertos ajustes, sin ser tomados a la ligera) para aplicarlos a la empresa analizada en cuestión.

El método de descuento de flujos de caja consiste en la proyección de los flujos de efectivo que recibiría un inversor a lo largo de toda la vida de la compañía, y descontarlos a valor presente aplicando una cierta tasa de descuento en función del coste de capital de la compañía. Por tanto, existen dos grandes desventajas en esta metodología: el primer desafío consiste en la elevada dependencia sobre las asunciones a tomar, y lo ideal es llevar a cabo un proceso de análisis de sensibilidades para evaluar el peso que tiene a variabilidad de las distintas asunciones hasta llegar a un modelo con el que el analista esté cómodo; por otro lado, existe el problema de la determinación del coste de capital de la entidad de crédito para alcanzar la tasa de descuento a considerar.

Este punto en relación con la tasa de descuento es especialmente relevante en el caso que nos ocupa, puesto que, como se explica en (Piskadlo, 2017) las instituciones de microfinanzas habitualmente operan en mercados emergentes donde es muy complicado a día de hoy calcular el coste de capital. Por otro lado, la alta dependencia del método en las asunciones desaconsejan utilizarlo con instituciones de microfinanzas muy jóvenes, pues las hipótesis empleadas probablemente sean muy poco realistas. Esto no aplica en este Trabajo, donde únicamente se ha trabajado con instituciones con relativa experiencia (como mínimo 5 años). [24]

En este caso particular, el trabajo ha estado condicionado por el período para el cual se tenían datos (hasta 2018 de manera consistente), de forma que se ha asumido que nos hemos colocado a principios de 2019 para realizar el análisis.

<u>El caso particular de las instituciones financieras: modelo de descuento de dividendos</u>

Para la mayoría de las compañías al uso, lo habitual es proyectar los flujos de caja libres a futuro para luego descontarlos. Esto se debe a que son un *proxy* de las distribuciones que la empresa es capaz de generar para sus accionistas, después de haber pasado por todos los ítems de pago y cobro a lo largo de la cuenta de pérdidas y ganancias, y de haber ajustado por el flujo de caja hasta llegar al flujo de caja libre que realmente le llega al inversor.

A modo de ejemplo, para proyectar los flujos de caja que llegan al inversor para una compañía que se dedica a vender un producto, se empieza por las ventas del producto, se pasa por los costes, los intereses, el cambio en la posición de capital circulante, el capital invertido y los impuestos, es decir, por todas las salidas y entradas de efectivo (la depreciación en este caso, por ejemplo, no entraría, al ser un gasto que no es en efectivo) hasta llegar al flujo libre de caja que le llega al inversor.

En el caso de las entidades de crédito, por sus particularidades, estos no son posible conseguirlos. Esto se debe a que, por un lado, para un banco, la cuenta de pérdidas y ganancias no es el punto a partir para poder obtener las distribuciones, y, por otro lado, la mayoría de las partidas del estamento de flujos de caja no son relevantes o no son fáciles de discernir en los bancos.

Por ello, lo que se utiliza son los dividendos, como *proxy* del flujo de caja libre que le llega al inversor. Aunque los dividendos es una métrica poco empleada en otro tipo de empresas, porque, al ser discrecionales (cada compañía puede decir qué porcentaje del beneficio neto destina a dividendos), son naturalmente poco predecibles, la realidad es que una serie de características particulares de los bancos hacen que sí que lo sean.

Para explicar esto, se juntan dos elementos: por un lado, el concepto de reinversión en la compañía no aplica realmente (para crecer no necesitas hacer inversiones como tal, sino dejar más dinero), porque no existe una tendencia a reconducir fondos a este efecto; por otro lado, existen a nivel global restricciones muy exigentes en la distribución de dividendos, obligando a las entidades de crédito a alimentar los fondos propios con reservas, para poder hacer frente a eventuales pérdidas por préstamos impagados, en función de unos ratios, por lo que lo habitual es que los bancos repartan como dividendos *todo lo que pueden* una vez superados estos umbrales impuestos por los reguladores, y por tanto, es predecible. Esto se debe a la naturaleza estructural del papel que juegan las entidades de crédito en la economía de cualquier país, y ninguna entidad de crédito, por pequeña que sea, escapa a estos *requerimientos de capital*.

Dicho esto, procedimiento de obtención de proyección de dividendos consiste en la obtención del beneficio neto generado en un año por una entidad de crédito, su comparación frente al ratio de capital que debe mantener, para calcular cuánto del beneficio neto se debe quedar en el balance de la institución financiera, y cuánto puede ser distribuido a los inversores en forma de dividendos (asumiendo, como se ha explicado antes, que efectivamente sale).

Este Trabajo no pretende entrar en demasiado detalle en lo que respecta a los requerimientos de capital para las instituciones financieras, pero sigue la siguiente fórmula:

$$TIER\ 1\ Capital\ Ratio = \frac{Common\ Equity\ Tier\ 1}{Ativos\ ponderados\ por\ riesgo}$$

Por tanto, para obtener el ratio de capital se divide el capital no exigible (los fondos propios de una compañía) por una métrica conocida como *activos ponderados por riesgo*, que resulta de agregar el valor de los activos de una entidad de crédito estableciendo cierta ponderación en función del riesgo que existe de no poder convertir eventualmente ese activo

en caja. Siguiendo la práctica habitual en el sector, en este Trabajo se ha alocado un 75% a los depósitos y a los préstamos concedidos, mientras que se ha aplicado un 100% a la partida que lleva el nombre *Otros activos,* ya que suele tratarse de otras series de activos menos líquidos en otras clases de activos o instrumentos.

Para cada entidad de crédito, su tamaño, país, ratio de morosidad, perfil de riesgo e infinidad de otras características definen el ratio de capital que les viene impuesto. En el ejercicio que ocupa a este proyecto, se ha asumido que las instituciones se marcan un ratio de capital objetivo para los próximos 5 años igual al que vienen teniendo de media los últimos 4 años.

En la Ilustración 6 se puede observar cómo queda el Modelo de Descuento de Dividendos para el ejemplo del desembolso de un millón de dólares en *1st Valley Bank.*

1st Valley Bank	Key Output	4%	YES	3,9%	$1.000.000	2%	$1.083.277
Filipinas							
		2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Avg Taxes	*27,0%*	*32,7%*	*32,7%*	*32,7%*	*32,7%*	*32,7%*
	RWA	$183.297.586	$171.646.168	$172.156.718	$172.587.057	$181.216.410	$190.277.231
	CAR for sculpting	*10,7%*	*12,62%*	*12,62%*	*12,62%*	*12,62%*	*12,62%*
	DDM						
	Beginning TIER 1 Capital		$20.619.788	$21.653.866	$21.718.273	$21.772.563	$22.861.191
	Donations	$0	$0	$0	$0	$0	$0
	Net Income	$5.089.895	$3.577.604	$3.994.282	$3.905.112	$4.312.680	$4.828.453
x	Dividends		-$1.788.802	-$1.997.141	-$1.952.556	-$2.156.340	-$2.414.226
	Theorethical Ending TIER 1 Capital	$19.619.788	$21.653.866	$21.718.273	$21.772.563	$22.861.191	$24.004.250
	Actual Ending TIER 1 Capital		$22.408.590	$23.651.007	$23.670.830	$23.928.903	$25.275.417
	Actual CAR		*13,1%*	*13,7%*	*13,7%*	*13,2%*	*13,3%*
	Dividends (+)	$0	$1.788.802	$1.997.141	$1.952.556	$2.156.340	$2.414.226
	CF for investor	-$1.000.000	$69.095	$77.143	$75.420	$83.292	$781.041

Ilustración 8: Ejemplo de modelo de descuento de dividendos

<u>La proyección de los flujos de caja en las entidades de crédito</u>

Como se ha explicado en el anterior apartado, la naturaleza esencial de las entidades de crédito en la economía, así como las lecciones aprendidas durante eventos como los contemplados durante la crisis financiera de 2008, provocan que estas tengan que cumplir con unos límites en lo que respecta a sus ratios de capital, y eso, entre otras cosas, permite que se pueda obtener los dividendos de una compañía a partir del beneficio neto.

El beneficio neto de una compañía es la última línea de la cuenta de pérdidas y ganancias, y veremos a continuación como alcanzarla partiendo de la proyección a futuro del balance de situación de una institución financiera.

Así, para cada entidad de crédito se ha seguido el mismo proceso, que ha consistido por, inicialmente, colocar los estados financieros históricos de cada entidad. En primer lugar, como se puede ver en la Ilustración 7, se coloca el balance histórico de la entidad de crédito, a partir del cual se van a calcular los ratios que se van a emplear para proyectar a futuro el balance.

1st Valley Bank	Key Output	1st Valley Bank	Filipinas	$3.705.527	$5.089.895	$5.010.898
Filipinas	***BALANCE SHEET***					
		2014	2015	2016	2017	2018
		1st Valley Bank		2		
	Gross Loan Portfolio	$116.423.597	$109.723.279	$116.057.067	$111.576.279	$132.682.781
	Write-offs	$2.468.543	$1.887.541	$2.224.253	$1.783.638	$2.788.560
	Average Gross Loan Portfolio (calculado)	*$116.423.597*	*$113.073.438*	*$112.890.173*	*$113.816.673*	*$122.129.530*
	Deposits	$83.988.295	$81.124.208	$82.383.218	$85.328.956	$79.221.652
	Cash and cash equivalents	$30.181.499	$32.982.785	$26.714.643	$25.615.276	$19.688.791
	Net loan portfolio	$112.650.542	$106.054.708	$112.187.896	$107.893.867	$127.941.798
	Impairment loss allowance	$3.773.055	*$3.668.571*	*$3.869.171*	*$3.682.412*	*$4.740.984*
	Other assets	$6.116.166	$6.815.983	$3.647.722	$3.664.555	$24.369.261
	Liabilities and equity	$151.374.949	$148.438.267	$146.830.892	$143.892.024	$174.099.175
	Net fixed assets	$2.426.742	$2.584.790	$4.280.631	$6.718.327	$2.099.325
	Assets	$151.374.949	$148.438.267	$146.830.892	$143.892.024	$174.099.175
	Average assets	$151.842.059	$146.613.468	$144.931.059	$140.896.080	$153.258.142
	Borrowings	$33.031.297	$31.405.007	$26.475.645	$16.164.914	$46.894.814
	Subordinated debt	$0	$0	$0	$0	$0
	Other short term financial liabilities	$6.052.856	$0	$3.999.947	$4.402.243	$7.467.749
	Other liabilities	$1.761.817	$6.834.256	$4.050.844	$7.941.040	$2.213.485
	Liabilities	$124.834.264	$119.363.471	$116.909.654	$109.434.910	$135.797.700
	Paid in capital	$14.279.475	$13.610.077	$12.874.842	$12.764.207	$14.602.116
	Donated equity	$0	$0	$0	$0	$0
	Retained earnings	$5.217.616	$3.704.549	$10.730.128	$4.884.755	$5.017.672
	Other equity	$7.043.594	$11.760.170	$6.316.269	$16.808.153	$18.681.688
	Equity	$26.540.684	$29.074.795	$29.921.239	$34.457.115	$38.301.475
	Average equity	*$26.540.684*	*$27.807.740*	*$29.498.017*	*$32.189.177*	*$36.379.295*
	ROE	*72,1%*	*73,9%*	*71,0%*	*76,5%*	*59,7%*

Ilustración 9: Ejemplo de lay-out de balance de situación para el período histórico

Los ratios más relevantes calculados se pueden ver en la Ilustración 8: calculamos, por ejemplo, el ratio que mantienen los depósitos frente a los préstamos, los préstamos solicitados frente a los concedidos, el ratio de cancelación de préstamos por morosidad… y asumimos que la media del período histórico para todos estos ratios va a ser lo que se mantenga en el futuro, como se puede ver en la Ilustración 9.

1st Valley Bank	Key Output	1st Valley Bank	Filipinas	$3.705.527	$5.089.895	$5.010.898
Filipinas	BALANCE SHEET					
		2014	2015	2016	2017	2018
	Deposits to loans	0,721	0,739	0,710	0,765	0,597
	Cash/deposits	0,359	0,407	0,324	0,300	0,249
	Net fixed assets/loans	0,021	0,024	0,037	0,060	0,016
	Borrowings/loans	0,284	0,286	0,228	0,145	0,353
	Other assets/assets	0,020	0,017	0,020	0,016	0,023
	Write-off ratio	0,020	0,012	0,012	0,007	0,016
	Loan loss rate	0,228	0,310	0,452	0,322	0,410
	Risk coverage	0,228	0,310	0,452	0,322	0,410
	Subordinated debt/loans	-	-	-	-	-
	Impairment allowance / av loan portfolio		0,033	0,032	0,034	0,030
	Impairment loss / av loan portfolio	0,026	0,018	0,020	0,018	0,013

Ilustración 11: Ejemplo de cálculo de ratios relevantes del balance de situación para el período histórico

1st Valley Bank	Key Output	12,4%	13%	$24.888.951	10%
Filipinas	BALANCE SHEET				
		2019	2020	2021	2022
	Deposits to loans	0,691	0,691	0,691	0,691
	Cash/deposits	0,291	0,291	0,291	0,291
	Net fixed assets/loans	0,031	0,031	0,031	0,031
	Borrowings/loans	0,259	0,259	0,259	0,259
	Other assets/assets	0,019	0,019	0,019	0,019
	Write-off ratio	0,013	0,013	0,013	0,013
	Loan loss rate	0,394	0,394	0,394	0,394
	Risk coverage	0,344	0,344	0,344	0,344
	Subordinated debt/loans	-	-	-	-
	Impairment allowance / av loan portfolio	0,032	0,032	0,032	0,032
	Impairment loss / av loan portfolio	0,017	0,017	0,017	0,017

Ilustración 10: Ejemplo de asunción a futuro de los ratios relevantes del balance de situación

Con ello, se parte de la cartera de préstamos de la institución de microfinanzas, que se asume va a crecer al mismo ritmo que el crecimiento del Producto Interior Bruto del país en que se encuentra, y se proyecta el balance manteniendo los ratios a futuro, como se puede ver en la Ilustración 10.

1st Valley Bank	Key Output	12,4%	13%	$24.888.951	10%
Filipinas	***BALANCE SHEET***				
		2019	2020	2021	2022
	Gross Loan Portfolio	$139.316.920	$137.923.751	$141.923.540	$149.019.717
	Write-offs				
	Average Gross Loan Portfolio (calculado)	$135.999.851	$138.620.335	$139.923.645	$145.471.628
	Deposits	$96.206.947	$95.244.877	$98.006.979	$102.907.328
	Cash and cash equivalents	$27.996.067	$27.716.107	$28.519.874	$29.945.867
	Net loan portfolio				
	Impairment loss allowance	$4.381.157	$4.465.574	$4.507.560	$4.686.285
	Other assets	$3.135.828	$3.185.760	$3.278.147	$3.442.055
	Liabilities and equity				
	Net fixed assets	$4.383.475	$4.339.640	$4.465.490	$4.688.764
	Assets	$170.451.134	$168.699.684	$173.679.491	$182.410.119
	Average assets				
	Borrowings	$36.121.421	$35.760.207	$36.797.253	$38.637.116
	Subordinated debt	$0	$0	$0	$0
	Other short term financial liabilities				
	Other liabilities				
	Liabilities	$132.328.368	$131.005.084	$134.804.232	$141.544.443
	Paid in capital	$22.679.821	$24.994.652	$24.868.929	$25.764.582
	Donated equity				
	Retained earnings				
	Other equity				
	Equity	$38.122.766	$37.694.600	$38.875.260	$40.865.675
	Average equity	$38.212.120	$37.908.683	$38.284.930	$39.870.467
	ROE				

Ilustración 12: Ejemplo de proyección a futuro del balance de situación de una entidad de crédito

Una vez se cuenta con el balance proyectado, se necesita proyectar la cuenta de pérdidas y ganancias. Así, se colocan los históricos como se puede ver en la Ilustración 11, donde las partidas más relevantes van a ser las de los intereses que recibe la entidad y los intereses que paga la entidad. Por ello, para poder proyectar a futuro, se asume que el coste que se le va a cobrar a los prestamistas y a los bancos que prestan dinero a la entidad se mantiene constante, siendo el medio de los últimos años.

1st Valley Bank	Key Output	1st Valley Bank Filipinas		$3.705.527	$5.089.895	$5.010.898
Filipinas	INCOME STATEMENT					
		2014	2015	2016	2017	2018
	(+) Financial revenue	$25.725.520	$24.106.492	$21.408.165	$21.097.521	$25.328.059
	(+) Financial revenue from loans	$24.753.635	$23.476.408	$20.791.478	$20.247.376	$23.417.587
	(+) Interest income on loan portfolio	$19.087.223	$17.539.622	$15.446.207	$15.460.827	$17.651.676
	(+) Fee and commission income on loan portfolio	$4.796.844	$5.088.488	$5.345.272	$4.195.403	$5.765.910
	(+) Income from penalty fees on loan portfolio	$869.568	$848.299	$0	$591.146	$0
	(+) Other financial revenue	$444.512	$159.919	$92.008	$101.805	$602.617
	(+) Other income from operations	$370.625	$34.980	$524.678	$43.210	$1.307.855
	(+) Other income	$156.748	$435.185	$0	$705.129	$0
	(-) Financial expense on funding liabilities	$7.434.152	$5.506.424	$4.584.239	$3.312.552	$4.466.276
	(-) Interest expense on borrowings	$1.997.980	$1.577.000	$1.771.863	$567.839	$1.837.776
	(-) Interest expense on deposits	$5.404.562	$3.902.217	$2.785.993	$2.718.668	$2.549.637
	(-) Other financial expense	$31.610	$27.208	$26.383	$26.046	$78.863
	(-) Net impairment loss, gross loan portfolio	$3.019.596	$2.010.345	$2.302.685	$2.028.432	$1.730.944
	(-) Impairment loss (reversal of impairment loss), gross loan portfolio	$3.020.645	$2.583.388	$3.116.386	$2.985.111	$2.615.870
	(+) Recoveries on loans written off	$1.049	$573.043	$813.701	$956.678	$884.926
	(-) Operating expense	$10.139.442	$9.464.418	$10.999.559	$10.967.124	$12.158.351
	(-) Personnel expense	$3.337.656	$3.190.821	$3.466.134	$3.702.124	$4.574.193
	(-) Depreciation and amortisation expense	$974.266	$1.137.891	$1.251.017	$902.987	$714.051
	(-) Administrative expense	$5.827.520	$5.135.707	$6.282.408	$6.362.013	$6.870.107
	(+) Net non-operating income	$0	$108.542	$214.211	-$6.739	$0
	(+) Non operating income	$0	$108.542	$262.136	$58.001	$0
	(-) Non operating expense	$0	$0	$47.925	$64.740	$0
	(+) Donations	$0	$0	$0	$0	$0
	(-) Tax expense	$1.543.378	$3.341.084	$1.151.040	$1.411.500	$1.882.593
	Profit (loss)	$3.588.951	$3.892.762	$2.584.852	$3.371.174	$5.089.895
	Net operating income	$5.132.329	$7.125.304	$3.521.681	$4.789.413	$6.972.488
	Net Income before taxes and donations	$5.132.329	$7.233.846	$3.735.892	$4.782.674	$6.972.488
	Net Income after taxes and before donations	$3.588.951	$3.892.762	$2.584.852	$3.371.174	$5.089.895

Ilustración 14: Ejemplo de lay-out de la cuenta de pérdidas y ganancias para el período histórico

En realidad, en concreto lo que se hace es obtener el *spread* medio y sumarlo a las proyecciones de la tasa libre de riesgo que se ha escogido para este proyecto, que es el Euribor (asumimos por tanto que el inversor es europeo, implícitamente). Este cálculo se puede ver en la Ilustración 12, para luego mantenerse a futuro como se ha explicado y como se puede observar en la Ilustración 13.

1st Valley Bank	Key Output	1st Valley Bank Filipinas		$3.705.527	$5.089.895	$5.010.898
Filipinas	INCOME STATEMENT					
		2014	2015	2016	2017	2018
	Avg. Interest Rate (revenue)	16,4%	16,0%	13,3%	13,9%	13,3%
	SPREAD on loan interest		15,9%	13,4%	14,0%	13,4%
	Avg. Interest Rate (expense on borrowings)	6,0%	5,0%	6,7%	3,5%	3,9%
	SPREAD on borrowings interest		5,0%	6,8%	3,7%	4,0%
	Avg. Interest Rate (expense on deposits)	6,4%	4,8%	3,4%	3,2%	3,2%
	SPREAD on deposit interest		4,8%	3,5%	3,4%	3,3%
	Fee and comission %	4,1%	4,5%	4,7%	3,7%	4,7%
	Penalty fees %	0,7%	0,8%	0,0%	0,5%	0,0%
	Other financial revenue / financial revenue from loans	1,8%	0,7%	0,4%	0,5%	2,6%
	Other income for operations / total financial revenue	1,5%	0,1%	2,5%	0,2%	5,4%
	Other income from operations / Financial revenue	0,6%	1,8%	0,0%	3,3%	0,0%
	Other financial expense / financial expense from borr & dep	0,4%	0,5%	0,6%	0,8%	1,8%
	Avg depreciation & amortization % of total assets	0,6%	0,8%	0,9%	0,6%	0,4%
	Non-operating income / net operating income	0,0%	1,5%	7,4%	1,2%	0,0%
	Non-operating expense / net operating income	0,0%	0,0%	1,4%	1,4%	0,0%
	Avg Taxes	30,1%	46,2%	30,8%	29,5%	27,0%

Ilustración 13: Ejemplo de cálculo de ratios relevantes de la cuenta de pérdidas y ganancias para el período histórico

1st Valley Bank	Key Output	12,4%	13%	$24.888.951	10%
Filipinas	*INCOME STATEMENT*				
		2019	2020	2021	2022
	Avg. Interest Rate (revenue)	13,5%	14,1%	14,1%	14,1%
	SPREAD on loan interest	13,6%	14,2%	14,2%	14,2%
	Avg. Interest Rate (expense on borrowings)	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
	SPREAD on borrowings interest	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%
	Avg. Interest Rate (expense on deposits)	3,3%	3,6%	3,6%	3,6%
	SPREAD on deposit interest	3,4%	3,7%	3,7%	3,7%
	Fee and comission %	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
	Penalty fees %	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
	Other financial revenue / financial revenue from loans	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
	Other income for operations / total financial revenue	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
	Other income from operations / Financial revenue	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
	Other financial expense / financial expense from borr & dep	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
	Avg depreciation & amortization % of total assets	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
	Non-operating income / net operating income	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
	Non-operating expense / net operating income	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
	Avg Taxes	32,7%	32,7%	32,7%	32,7%

Ilustración 15: Ejemplo de asunción a futuro de los ratios relevantes de la cuenta de pérdidas y ganancias

Este coste se obtiene dividiendo el pago anual de intereses entre la *cartera media* de préstamos (media aritmética del valor de la cartera de préstamos en ente el inicio y el final de año), y después se aplicará a la cartera de préstamos que hemos proyectado a futuro. He aquí la razón por la que se debe partir de la proyección del balance para poder proyectar la cuenta de pérdidas y ganancias a futuro en las entidades financieras, al contrario que con empresas al uso. Por tanto, se obtiene la proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias que termina en el beneficio neto, como se puede observar en la Ilustración 14.

1st Valley Bank	Key Output	12,4%	13%	$24.888.951	10%
Filipinas	*INCOME STATEMENT*				
		2019	2020	2021	2022
	(+) Financial revenue	$25.981.400	$26.736.864	$27.383.660	$28.684.303
	(+) Financial revenue from loans	$24.999.417	$25.726.327	$26.348.677	$27.600.162
	(+) Interest income on loan portfolio	$18.806.181	$19.413.759	$19.976.758	$20.975.595
	(+) Fee and commission income on loan portfolio	$5.957.782	$6.072.578	$6.129.673	$6.372.714
	(+) Income from penalty fees on loan portfolio	$235.454	$239.991	$242.247	$251.852
	(+) Other financial revenue	$293.217	$301.743	$309.043	$323.721
	(+) Other income from operations	$688.766	$708.793	$725.940	$760.420
	(+) Other income	$0	$0	$0	$0
	(-) Financial expense on funding liabilities	$4.902.100	$5.191.691	$5.342.250	$5.609.362
	(-) Interest expense on borrowings	$1.703.865	$1.698.041	$1.747.284	$1.834.648
	(-) Interest expense on deposits	$3.146.996	$3.439.384	$3.539.126	$3.716.083
	(-) Other financial expense	$51.239	$54.266	$55.839	$58.631
	(-) Net impairment loss, gross loan portfolio	$1.727.490	$1.760.776	$1.777.331	$1.847.802
	(-) Impairment loss (reversal of impairment loss), gross loan portfolio				
	(+) Recoveries on loans written off				
	(-) Operating expense	$12.740.902	$12.903.583	$13.113.301	$13.350.427
	(-) Personnel expense	$4.642.806	$4.712.448	$4.783.135	$4.854.882
	(-) Depreciation and amortisation expense	$1.124.938	$1.113.379	$1.146.244	$1.203.864
	(-) Administrative expense	$6.973.159	$7.077.756	$7.183.922	$7.291.681
	(+) Net non-operating income	$170.435	$177.393	$184.353	$203.068
	(+) Non operating income	$134.570	$140.064	$145.559	$160.336
	(-) Non operating expense	$35.865	$37.330	$38.794	$42.733
	(+) Donations	$0	$0	$0	$0
	(-) Tax expense	$2.162.850	$2.251.154	$2.339.476	$2.576.975
	Profit (loss)	$4.448.058	$4.629.661	$4.811.302	$5.299.736
	Net operating income	$6.610.908	$6.880.814	$7.150.778	$7.876.712
	Net Income before taxes and donations	$6.610.908	$6.880.814	$7.150.778	$7.876.712
	Net Income after taxes and before donations	$4.448.058	$4.629.661	$4.811.302	$5.299.736

Ilustración 16: Ejemplo de proyección a futuro de la cuenta de pérdidas y ganancias de una entidad de crédito

Además de proyectar con el crecimiento del PIB la cartera de préstamos, mantener los ratios, calcular el *spread* de los tipos de interés históricos, y aplicarlos a la nueva cartera a futuro, es relevante destacar que para la cuenta de pérdidas y ganancias se ha asociado la proyección de ciertas partidas de gasto a la inflación, como puede ser el gasto de personal.

Pestaña *Macro Data per Country*

Se trata de la pestaña que recoge los datos macroeconómicos relevantes por país para poder proyectar las distintas partidas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias que se ven afectadas por estas informaciones. El aspecto se puede comprobar en la Ilustración 15.

Real GDP growth (Annual percent change)	2019	2020	2021	2022	2023
Afghanistan	3,00%	-3,00%	4,50%	3,00%	3,00%
Albania	2,20%	-5,00%	8,00%	2,20%	2,20%
Algeria	0,70%	-5,20%	6,20%	0,70%	0,70%
Angola	-1,50%	-1,40%	2,60%	-1,50%	-1,50%
Antigua and Barbuda	5,30%	-10,00%	8,00%	5,30%	5,30%
Argentina	-2,20%	-5,70%	4,40%	-2,20%	-2,20%
Armenia	7,60%	-1,50%	4,80%	7,60%	7,60%
Aruba	0,40%	-13,70%	12,10%	0,40%	0,40%
Australia	1,80%	-6,70%	6,10%	1,80%	1,80%
Austria	1,60%	-7,00%	4,50%	1,60%	1,60%
Azerbaijan	2,30%	-2,20%	0,70%	2,30%	2,30%
Bahamas, The	1,80%	-8,30%	6,70%	1,80%	1,80%
Bahrain	1,80%	-3,60%	3,00%	1,80%	1,80%
Bangladesh	7,90%	2,00%	9,50%	7,90%	7,90%
Barbados	-0,10%	-7,60%	7,10%	-0,10%	-0,10%
Belarus	1,20%	-6,00%	3,50%	1,20%	1,20%
Belgium	1,40%	-6,90%	4,60%	1,40%	1,40%

Ilustración 17: Aspecto de la pestaña Macro Data per Country

Como se ha explicado, estas son principalmente: el crecimiento anual esperado del Producto Interior Bruto (PIB) de cada país, el crecimiento anual esperado de la inflación y el valor esperado del Euribor. En este sentido, y para simplificar el ejercicio, se ha empleado, independientemente de la región en que se encuentre tanto la entidad objetivo en la que se pretende invertir como el inversor que realiza el análisis, el Euribor como tipo sin riesgo para el cálculo de los intereses pagados y recibidos por los distintos préstamos considerados en las entidades de crédito.

Es relevante mencionar que existe una importante discordancia conceptual en las asunciones tomadas para el análisis, puesto que, a pesar de *habernos colocado* a comienzos de 2019 para realizar el ejercicio, las proyecciones de crecimiento de PIB y de inflación que se han obtenido del Fondo Monetario Internacional (FMI) datan de mediados de 2020 (por ser los más recientes en el momento de la realización del proyecto), descontando por tanto el efecto significativo que ha tenido la irrupción del COVID-19 en las proyecciones de estas métricas.

<u>El coste de capital del inversor</u>

El último ítem que el usuario debe proporcionar a la herramienta en lo que respecta puramente al apartado financiero es su coste de capital. Como se ha explicado previamente, esto supone el coste de oportunidad en que el inversor está incurriendo al estar dejando de

invertir en otra oportunidad habitual en su cartera con un perfil de riesgo parecido en el activo subyacente y, por tanto, el retorno que espera anual de sus inversiones de corte similar.

Naturalmente, la TIR objetivo de la inversión debe superar el valor del coste de capital del inversor para que la oportunidad sea atractiva para este, reportándole beneficios.

Determinar el coste de capital no es sencillo. En este Trabajo no se va a profundizar en este concepto y en la obtención de esta métrica. Se supondrá, para simplificar el modelo, que el potencial inversor que está probando la herramienta proporcionará el

4.3.1.5. Gestión del amplio número de instituciones

Otro reto relevante de este proyecto ha tenido que ver con el tratamiento de la valoración de las más de doscientas entidades de microfinanzas. Muy pronto se decidió que no sería eficiente replicar las fórmulas una a una hacia abajo en líneas de *Excel*, pues cada cambio supondría un montón de esfuerzo, además de incrementar en gran medida la probabilidad de cometer errores humanos. Por otro lado, la identificación de errores en la formulación del modelo también sería muy complicada de esta forma, y habría que replicarlos cada vez uno a uno.

Pestaña *Ejemplo para Macro*

La solución que se observó más adecuada fue la de incorporar botones de Excel que estuviera asociadas a macros de *Excel*. Las macros de Excel son herramientas que incorpora la plataforma en su apartado Desarrollador, que permiten definir acciones repetitivas gracias a su lenguaje de programación incorporado. En el Anexo I se muestra el código que se ha empleado para ejecutar el ejercicio.

El ejercicio consiste en que las primeras 123 líneas de la pestaña principal del modelo se colocan las formulas que trabajan con la *institución actual*, recorriendo una a una cada una de las instituciones, bebiendo de los datos de entrada que se tienen de la institución concreta y proyectando el balance de la entidad y construyendo a partir de ahí la cuenta de pérdidas y ganancias hasta llegar al beneficio neto que permite construir el modelo de descuento de dividendos que entrega una valoración. Las macros permiten que cada una de estas líneas que

configuran la valoración de la institución financiera se vayan pegando una debajo de otra hasta terminar con todas, llegando hasta unas 27.000 líneas.

De este modo, en una pestaña, denominada *Ejemplo para macro* se realiza todo el cálculo de la valoración fundamental de la institución financiera en condiciones habituales (sin la entrada de la financiación) para obtener el precio que se debe pagar por un determinado porcentaje de participación en ella. Esta pestaña incorpora otros botones más allá del botón de ejecución del ejercicio (*Run Business as Usual*), que se han empleado para trabajar con los datos, como puede ser el de borrar datos de entrada (*Erase Input Data*) o el de borrar todas las líneas que la macro de ejecución del ejercicio ha ido pegando debajo de las líneas de la *institución actual* cambiante.

Es importante remarcar que ninguno de los botones de esta pestaña ha sido concebido para que sean empleados por el usuario para realizar pruebas de decisión de inversión, sino que se utilizará solo para organizar los datos en caso de que se actualice la base de datos de fondos que se emplee para el análisis. Si este modelo fuera a circularse a cliente se bloquearían estas funcionalidades para no conducir a confusión y en último término a error por parte del usuario. El aspecto de los botones se puede observar en la Ilustración 16.

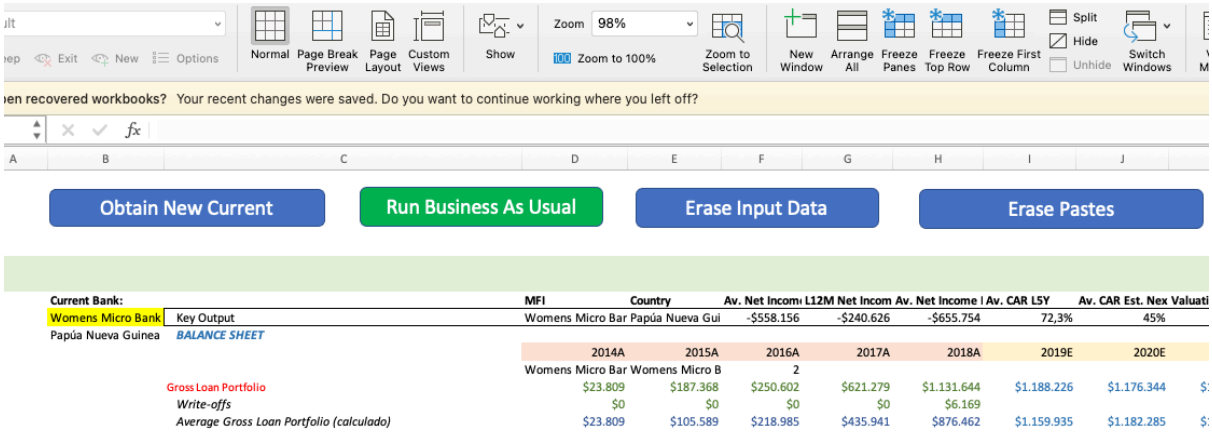

Ilustración 18: Aspecto de los botones de las macros de la pestaña Ejemplo para Macro

En conclusión, la pestaña *Ejemplo para macro* bebe de la pestaña *Data Filtered*, y organiza los datos que requiere para construir la valoración de las compañías. Por otro lado, bebe de la pestaña *Macro Data per Country* para poder proyectar las partidas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias que dependen del crecimiento del PIB, de la inflación del

país y del Euribor. A continuación, habiéndose determinado la valoración fundamental de la entidad, esta pestaña alimenta con este dato la pestaña *Exercise*.

Pestaña *Assumptions*

Se trata de la pestaña del modelo que va a otorgar al usuario flexibilidad a la hora de utilizar la herramienta, permitiéndole elegir entre diferentes opciones que van a afectar al cálculo de la TIR de cada inversión para un usuario u otro en función de su configuración escogida antes de proceder a ejecutar el ejercicio de recomendación de decisión de inversión.

Por tanto, el usuario debe dejar lista esta pestaña antes de acudir a la pestaña *Exercise* para ejecutar el ejercicio.

Así la lista completa de opcionalidades, a nivel puramente financiero, de las que dispone el usuario, es la siguiente:

- Número de inversiones que se desean realizar a través del vehículo de inversión
- *Ticket* de inversión: cantidad estimada que sea desea desembolsar por inversión
- Tiempo que se desea permanecer en la propiedad de cada oportunidad
- Estimación del número de años que se espera que tarde el crecimiento extraordinario que la inversión provocará en la cartera de préstamos en la institución financiera
- Coste del capital del inversor: en este caso coste de los fondos propios

Pestaña *Exercise*

La pestaña *Exercise* es la que realmente va a calcular la TIR objetivo de las distintas instituciones financieras, habiendo procesado los flujos de caja en condiciones normales (sin inversión) y la valoración fundamental al momento presente (recordemos, principios de 2019) que ofrece la pestaña *Ejemplo para Macro,* y considerado las indicaciones que el usuario a apuntado en la pestaña *Assumptions.*

Así, la pestaña *Exercise,* igual que ocurría con la pestaña *Ejemplo para Macro*, procesa uno a uno las instituciones de microfinanzas, teniendo en cuenta los datos recibidos de *Ejemplo para Macro* y *Assumptions*, para devolver la TIR de cada oportunidad. Del mismo modo,

procesa en las primeras 123 líneas la institución *actual* y se sirve de un botón para ejecutar el ejercicio.

Es en este momento en el cual entra en juego la limitación del porcentaje de participación de la entidad. Si sobrepasa los límites, se coloca un 0% de participación y, por tanto, naturalmente, los flujos de caja que el inversor recibe en el futuro son nulos.

4.3.2. Obtención de las métricas de riesgo

Como se ha explicado con anterioridad, la métrica principal empleada es la del riesgo país, obtenida de la base de datos del la *International Country Risk Guide* del *PRS Group*. El PRS Group es una de las instituciones más conocidas a la hora de proporcionar el riesgo país, pero ha sido la única a la que este Trabajo ha podido acceder fácilmente. Como limitación, cabe destacar que la información recabada data de 2016, ya que se trata de los datos que se podían obtener de forma gratuita.

En este punto, es relevante mencionar que para una serie de países esta métrica no se encontraba en la base de datos y ha sido necesaria elegir una serie de países considerados como comparables y se ha obtenido la media. A modo de ejemplo, para obtener el riesgo país de Benin se ha calculado la media de los riesgos de Togo, Nigeria, Burkina Faso y Ghana.

El riesgo también se ha medido teniendo en cuenta la calidad de la cartera de préstamos de cada institución, evaluando la cifra de la cartera a riesgo; esto es, la proporción de la cartera de préstamos de la entidad que están afectados por morosidad expresado como porcentaje de la cartera total de préstamos.

Como se explica en la guía técnica de valoración de instituciones de microfinanzas que ofrece *MicroRate* (una innovadora agencia calificadora de crédito para fondos de microfinanzas), aunque existen otras métricas para evaluar la calidad de los préstamos de una entidad, como lo son el ratio de cancelaciones, el ratio de cobertura de riesgo o el ratio de gastos de provisiones, la cartera a riesgo es la más extendida en el ámbito de las microfinanzas. Esto se debe a que es fácil de entender, no desestima el riesgo, y es comparable entre las instituciones. [25]

Así, el ratio de la cartera en riesgo se calcula dividiendo el saldo pendiente de todos los préstamos con atrasos de más de 30 días, más todos los préstamos renegociados (o reestructurados), entre la cartera bruta de préstamos pendiente de repago. Se puede utilizar distintos umbrales de días de retraso (30, 60, 90, 180…), siendo el ratio de la cartera en riesgo mayor a 30 días la más empleada en el sector de las microfinanzas, según (Piskadlo, 2017). [24]

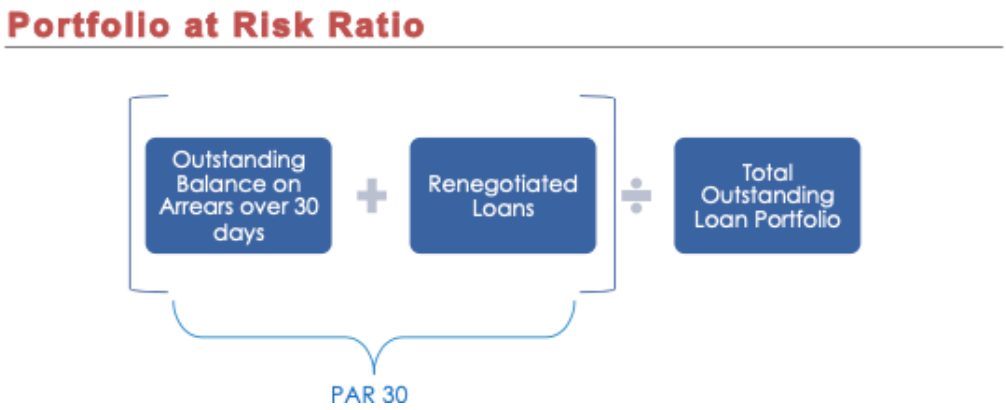

Ilustración 19: Ilustración de la obtención del ratio de la cartera en riesgo

Aunque se trata de la más interesante, puesto que muestra la foto estática en un punto de la proporción de la cartera contaminada con retrasos, se ha empleado, para complementarla, otro ratio: el ratio de cancelaciones. Esto se debe a que teóricamente el ratio de cartera en riesgo podría ser manipulado cancelando los préstamos con morosidad, de manera que ambas métricas ofrecen una visión más completa de la calidad de la cartera. Así, el ratio de cancelaciones (préstamos retirados de las cuentas debido a una duda razonable en relación a su recuperación) se calcula como el valor total de préstamos cancelados a lo largo de un período, habitualmente un año, partido del valor medio de la cartera de préstamos a lo largo del año. Una vez más, una manera de manipular la imagen de la calidad de la cartera consistiría en no cancelar nunca los préstamos, reflejando un buen ratio de cancelaciones a expensas de estar engordando la cartera de préstamos en riesgo: lo ideal, tener en cuenta ambas métricas, y gracias a MIX Market las tenemos para los períodos observados.

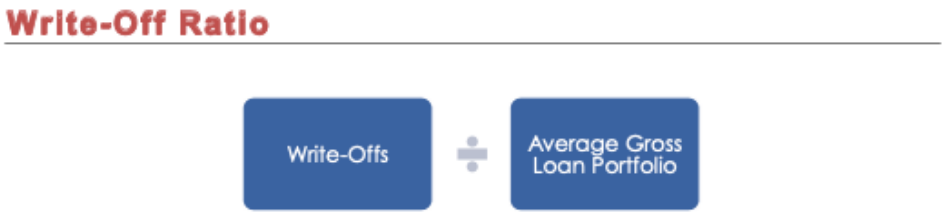

Ilustración 20: Ilustración de la obtención del ratio de cancelaciones

4.3.3. Obtención de las métricas de impacto

Se ha procedido por tanto a analizar las métricas de impacto en dos categorías: métricas de adicionalidad calculadas y métricas de impacto directo calculadas u obtenidas.

4.3.3.1. Métricas de adicionalidad calculadas

Como se ha explicado anteriormente en esta Memoria, la adicionalidad de las inversiones se ha tenido muy en cuenta a la hora de analizar el impacto de las distintas oportunidades. Recordemos que este concepto tiene que ver con evaluar el hecho de que parte del impacto que se obtendrá con la financiación ofrecida se podría haber conseguido sin la intervención del capital desplegado en cuestión, por mucha necesidad que tenga, se evalúa así la inercia de crecimiento que trae el entorno de la entidad y la facilidad de la compañía para conseguir financiación. Por ello, en este caso se han empleado dos puntos de información:

- El ratio de capital medio que hubiera obtenido la entidad sin la entrada de la inversión (en condiciones normales del negocio) en los siguientes cinco años
- Crecimiento del PIB del país esperado para 2020 (recordemos que esta evaluación se está realizando teóricamente en 2019)

Naturalmente, cuanto menor fueran estás métricas, mayor nota de adicionalidad recibiría la institución en la categoría de impacto.

4.3.3.2. Métricas de impacto directo

Aunque para muchas entidades de crédito no había un análisis granular de métricas de impacto (localizada en una base de datos separada de los datos operativos y financieros), se

han obtenido una serie de métricas a partir de datos operativos que sí se ofrecían. En este caso, se ha establecido:

- Diversidad en la entidad: porcentaje de mujeres en la plantilla
- Diversidad en la cartera: porcentaje de mujeres en la lista de receptores de la cartera de préstamos
- Apoyo de la cartera al ámbito rural: porcentaje de receptores del ámbito rural en la lista de receptores de la cartera de préstamos
- Apoyo de la cartera a la microempresa: porcentaje de microempresas en la lista de receptores de la cartera de préstamos

Por otro lado, se han empleado métricas macroeconómicas obtenidas del FMI para evaluar la necesidad de desarrollo a nivel país, afectando directamente al impacto que tendrá la financiación en comparación con otras regiones con mayor nivel de desarrollo. En este caso, se han tenido en cuenta:

- Tasa de desempleo del país (%, datos de mediados de 2020)
- PIB per cápita del país (dólares americanos, datos de mediados de 2020)

Por supuesto, hay una serie de categorías de impacto en la que un inversor puede poner mayor énfasis que otras, ya sea porque es agnóstico hacia algunas, favoreciendo a otras, o porque tiene un interés significativo en un tema en particular, o bien porque debido a su propia cartera de inversiones impacto particular, desea *diversificar* este impacto para poder conservar una cartera que permita acceder a diferentes formas de impacto social. En este sentido, la pestaña *Assumptions,* el usuario puede introducir sus consideraciones en lo que a impacto se refiere, otorgándoles una mayor puntuación a la hora de obtener la métrica consolidada de impacto de unas y otras.

4.3.4. Cálculo de las métricas estandarizadas

Así, el resultado final otorga las siguientes métricas para ser estandarizadas en la pestaña *Conso Output*:

a) Métricas financieras:
   - TIR

b) Métricas de riesgo:
   - Métrica de riesgo país de la región donde esté localizada la entidad: mayor nota cuanto menor riesgo tenga la métrica
   - Media del ratio de cartera en riesgo más de 30 días los últimos cinco años: mayor nota cuanto menor sea la proporción
   - Media del ratio de cancelaciones los últimos cinco años: mayor nota cuando menor sea la proporción

c) Métricas de impacto.
   - Métricas de adicionalidad
   - Métricas de impacto directo

4.3.4.1. Pestaña *Conso Output*

En esta pestaña se recogen todas las instituciones financieras ordenadas de manera preliminar únicamente de mayor a menor TIR. Esto se debe a que es esta métrica financiera la que ha servido de filtro para eliminar aquellas instituciones que no pasan las restricciones que el usuario ha impuesto a la herramienta. Será la pestaña encargada en organizar todas las métricas de rendimiento financiero, de riesgo y de impacto, y otorgar una única *nota* que permita establecer un ranking para la recomendación de inversión, ordenando las entidades convenientemente antes de mostrar la lista final en la pestaña de presentación de resultados al usuario: *Investment Recommendation*.

Para poder comparar todas las medidas entre sí, normalizamos las métricas. Esto quiere decir que se procede al cálculo de la media y la desviación estándar de todas las métricas que no han sido descartadas por algún motivo (relacionado con el impacto, el rendimiento financiero o el riesgo). Así, cada vez que se calculan las *notas* normalizadas, estas no se ven contaminadas por las instituciones ya descartadas a la hora de ser normalizadas por motivos de comparabilidad. Esto es posible gracias a la función STANDARDIZE de Excel, que utiliza la media y la desviación estándar del conjunto comparable para obtener la unidad tipificada (número de desviaciones típicas que se aleja el valor del valor central o la media). Un ejemplo del aspecto de la pestaña se encuentra en la Ilustración 19.

Average	Average	Average	Average
21%	64%	4%	2%
Standard Deviation	Standard Deviation	Standard Deviation	Standard Deviation
0,145	0,038	0,035	0,019

	MIF	Country	IRR	Country Risk Rating	PAR > 30	Write-off Ratio
1	CARD NGO	República Dominicana	90%	66%	0%	0%
2	Banco Fortaleza	Bolivia	58%	65%	5%	0%
3	U Microfinance	Pakistán	50%	59%	0%	0%
4	Shakti Foundation	Bangladesh	45%	63%	7%	1%
5	WB Finance	Camboya	45%	66%	1%	1%
6	Banco ADEMI	República Dominicana	44%	66%	4%	2%
7	Mobilink	Pakistán	37%	59%	0%	0%
8	ACLEDA Lao	Laos	35%	64%	2%	2%
9	NWTF	Filipinas	35%	71%	2%	1%
10	Sathapana Bank	Camboya	32%	66%	1%	0%
11	Financiera Confianza	Perú	30%	69%	4%	4%
12	Faulu MFB	Kenya	28%	60%	8%	0%
13	Nirdhan	Nepal	28%	66%	1%	0%
14	ASA Bangladesh	Bangladesh	27%	63%	3%	0%

Ilustración 21: Primer paso en la normalización de datos para obtener métricas estandarizadas

Es en este momento en el que otorgamos sentido lógico a las métricas: pondremos un signo negativo delante de esta fórmula en función de si la métrica es *mejor cuanto más alta sea*, o, al contrario, en cada caso. A modo de ejemplo, cuanto menor sea el PIB per cápita del país de la institución de microfinanzas que corresponda, mayor impacto tendrá la inversión en dicha entidad. Sin embargo, ocurre lo contrario si hablamos de la tasa de desempleo: cuanto más elevada sea, más impacto se espera de la oportunidad.

Con estos valores normalizados con un *sentido lógico*, el ejercicio ha consistido en obtener el percentil normalizado gracias a la función NORMDIST de Excel (notas entre 0 y 1), permitiéndonos obtener la posición relativa. Se trata de un análisis relativo, dependiendo de las posiciones con respecto al resto en todo momento. En este punto, hemos creado una variable denominada *media de las posiciones relativas* para agregar los percentiles cada categoría y así conseguir unir distintas métricas y comparar manzanas con manzanas.

Average	21%
Standard Deviation	0,145

	MIF	Country	IRR	STD'd Country Risk R	STD'd PAR > 30	STD'd Write-off Ratic
1	CARD NGO	República Dominicana	90%	0,4543	1,0317	0,8000
2	Banco Fortaleza	Bolivia	58%	0,1925	-0,2764	0,6402
3	U Microfinance	Pakistán	50%	-1,3782	1,0306	0,8378
4	Shakti Foundation	Bangladesh	45%	-0,3310	-0,8718	0,2006
5	WB Finance	Camboya	45%	0,5416	0,8095	0,5408
6	Banco ADEMI	República Dominicana	44%	0,4543	-0,0317	-0,3480
7	Mobilink	Pakistán	37%	-1,3782	1,0651	0,8357
8	ACLEDA Lao	Laos	35%	-0,2002	0,4652	0,0051
9	NWTF	Filipinas	35%	1,7633	0,4859	0,5181
10	Sathapana Bank	Camboya	32%	0,5416	0,7945	0,7687
11	Financiera Confianza	Perú	30%	1,2397	0,0639	-1,5501
12	Faulu MFB	Kenya	28%	-1,1164	-1,2771	0,6348
13	Nirdhan	Nepal	28%	0,3234	0,9269	0,7385
14	ASA Bangladesh	Bangladesh	27%	-0,3310	0,0927	0,7104

Ilustración 22: Segundo paso en la normalización de datos para obtener métricas estandarizadas

Una vez obtenida la *media de las posiciones relativas* agregando las distintas métricas correspondientes a las tres grandes categorías (rendimiento financiero, impacto y riesgo) se volvía a calcular el percentil para obtener la posición relativa de cada entidad en cada una de las tres categorías.

			Average 21% Standard Deviation 0,145			Average 0,4876 Standard Deviation 0,116	
	MIF	Country	IRR	All-in Additionality Rate Percentile	All-in Direct Impact Rate Percentile	All-in Impact rate	All-in Impact Percentile
1	CARD NGO	República Dominicana	90%	0,475	0,237	0,356	0,128
2	Banco Fortaleza	Bolivia	58%	0,765	0,286	0,525	0,628
3	U Microfinance	Pakistán	50%	0,792	0,236	0,514	0,590
4	Shakti Foundation	Bangladesh	45%	0,679	0,463	0,571	0,764
5	WB Finance	Camboya	45%	0,637	0,640	0,638	0,903
6	Banco ADEMI	República Dominicana	44%	0,551	0,318	0,435	0,324
7	Mobilink	Pakistán	37%	0,779	0,244	0,512	0,582
8	ACLEDA Lao	Laos	35%	0,456	0,432	0,444	0,353
9	NWTF	Filipinas	35%	0,375	0,648	0,511	0,581
10	Sathapana Bank	Camboya	32%	0,760	0,483	0,621	0,876
11	Financiera Confianza	Perú	30%	0,398	0,484	0,441	0,344
12	Faulu MFB	Kenya	28%	0,763	0,187	0,475	0,457
13	Nirdhan	Nepal	28%	0,770	0,608	0,689	0,959
14	ASA Bangladesh	Bangladesh	27%	0,383	0,448	0,415	0,267

Ilustración 24: Tercer paso en la normalización de datos para obtener métricas estandarizadas

Con esto, ha obtenido una vez más la *media de las posiciones relativas* (poniéndolas, por tanto, al mismo nivel), se alcanzaba una última métrica final consolidada. De este modo, se han obtenido *posiciones* (rankings) consolidadas de cada institución para las distintas grandes categorías y una consolidada final que permite ordenar las entidades de mayor a menor. El resultado final se puede ver en la Ilustración 21.

	MIF	All-in Impact Percentile	IRR Percentile	All-in Risk Rate	All-in Risk Percentile	All in rate	All in Percentile	
1	CARD NGO	0,128	1,000	0,733	0,862	66%	78%	13
2	Banco Fortaleza	0,628	0,995	0,515	0,517	71%	85%	11
3	U Microfinance	0,590	0,980	0,339	0,212	59%	65%	21
4	Shakti Foundation	0,764	0,956	0,311	0,175	63%	73%	17
5	WB Finance	0,903	0,953	0,734	0,863	91%	98%	1
6	Banco ADEMI	0,324	0,947	0,613	0,696	66%	77%	15
7	Mobilink	0,582	0,865	0,342	0,216	55%	57%	24
8	ACLEDA Lao	0,353	0,847	0,507	0,502	57%	60%	22
9	NWTF	0,581	0,833	0,870	0,959	79%	93%	4
10	Sathapana Bank	0,876	0,776	0,733	0,862	84%	96%	2
11	Financiera Confianza	0,344	0,738	0,770	0,897	66%	77%	14
12	Faulu MFB	0,457	0,703	0,122	0,033	40%	25%	41
13	Nirdhan	0,959	0,691	0,692	0,814	82%	95%	3
14	ASA Bangladesh	0,267	0,664	0,426	0,351	43%	31%	32

Ilustración 23: Resultado final tras obtener el conjunto de métricas estandarizadas

4.3.4.2. Presentación de resultados

Una vez obtenido los percentiles consolidados por categoría, se obtiene una métrica consolidada total, que nos dará el ranking en que el recomendador coloca cada oportunidad - no descartada. Finalmente, se muestra en la pestaña *Investment Recommendation* únicamente las inversiones solicitadas (cortando donde corresponda, por ejemplo, en 5 instituciones si el usuario ha pedido únicamente 5 oportunidades para su vehículo de inversión) y el orden obtenido, junto con los percentiles obtenidos en cada categoría. En la Ilustración 23 se observa el resumen de los detalles indicados por el inversor, mientras que en la Ilustración XX se observa un ejemplo de resultado del recomendador.

El proceso que llevaría a cabo el usuario, por tanto, consistiría simplemente en dos pasos:

iii. Desplegar la configuración en *Assumptions*
iv. Observar en la pestaña *Investment Recommendation* el resultado devuelto por el recomendador

We recommend that for the assumptions taken:

Fund size	million $	$10.000.000
Number of investments	#	5
Ticket	million $	$2.000.000
Tenor per investment	years	5
Time horizon for growth to be realized	years	3
Cost of equity	%	10%
Terminal value % (P/BV Eq)	x	0,8

Ilustración 25: Ejemplo de panel de interacción con el usuario para parametrizar su análisis

Solo será en caso de desear cambiar los datos con los que el recomendador procede a realizar el análisis cuando el usuario deberá acceder a las pestañas previas, para accionar las macros y volver a lanzar todo el ejercicio. En cualquier caso, aunque se ha explicado brevemente por encima algunas claves, este Trabajo no pretende entrar en el nivel de detalle de ofrecer un entrenamiento para acceder a cambiar estos datos de base con los que el recomendador trabaja.

4.4 Análisis de los resultados

Tras pulir el modelo y haber concluido un proceso de eliminación de errores tras ir observando una serie de incongruencias, se han llevado a cabo varias ejecuciones del ejercicio con distintos resultados, demostrando cómo con distintos inputs del usuario (es decir, distintas características del vehículo de inversión de impacto o de microfinanzas), las recomendaciones son diferentes.

4.4.1. Ejemplo 1: gran institución con grandes tickets de inversión

El primer ejemplo es una institución financiera de relevante tamaño con gran interés por iniciarse en las inversiones de impacto y dispuesta a desembolsar grandes cantidades de capital, con un coste de capital menor por su tamaño y su bajo coste de financiación. Sin embargo, al tratarse de la primera ocasión en la que se aventura en esta clase de activo, ha decidido que no superará las siete inversiones.

We recommend that for the assumptions taken:

Fund size	million $	$14.000.000
Number of investments	#	7
Ticket	million $	$2.000.000
Tenor per investment	years	4
Time horizon for growth to be realized	years	5
Cost of equity	%	7%
Terminal value % (P/BV Eq)	x	0,9

Ilustración 26: Pantalla resumen de la parametrización escogida por el usuario para el Ejemplo 1

The investment distribution should be:

	Amount of investment	MFI Name	Country	Implied stake %	IRR	Financial percentile	Risk percentile	Impact percentile	All-in percentile
1	$2.000.000	Sathapana Bank	Camboya	3%	31%	90,8%	85,7%	88,3%	97,3%
2	$2.000.000	Nirdhan	Nepal	15%	27%	81,0%	81,1%	96,3%	96,5%
3	$2.000.000	NWTF	Filipinas	16%	34%	93,6%	95,5%	61,1%	95,1%
4	$2.000.000	HKL	Camboya	3%	21%	63,7%	87,1%	96,2%	94,5%
5	$2.000.000	PRASAC	Camboya	1%	17%	51,7%	86,8%	93,6%	90,7%
6	$2.000.000	AMK	Camboya	5%	16%	47,0%	86,0%	96,0%	89,7%
7	$2.000.000	CARD Bank	Filipinas	3%	14%	40,6%	95,1%	92,2%	89,3%

Ilustración 27: Ejemplo de recomendación de oportunidades de inversión al usuario para el Ejemplo 1

Las siguientes gráficas permiten observar cómo se han distribuido las opciones *válidas* (i.e. no descartadas por incumplir alguno de los requisitos mencionados a lo largo de la

descripción de la herramienta) por los distintos ejes riesgo-retorno (Ilustración 26) e impacto-retorno (Ilustración 27).

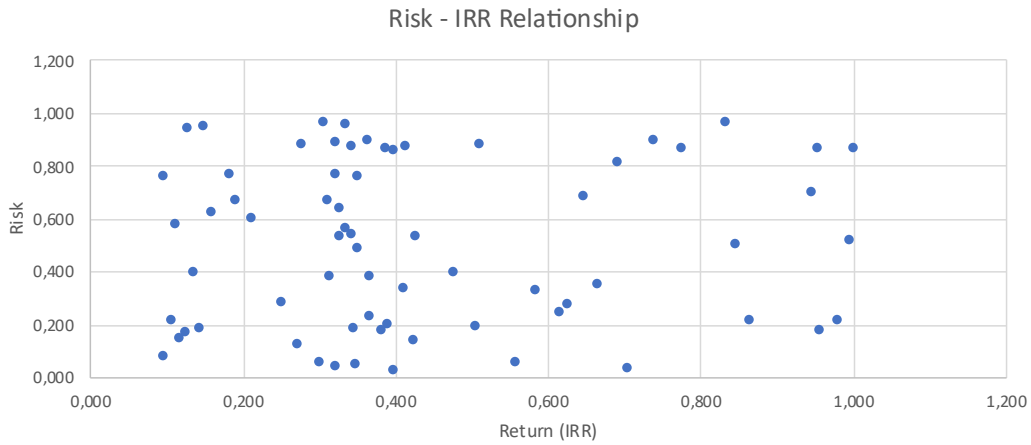

Ilustración 28: Mapa de la relación riesgo-retorno financiero de las oportunidades de inversión ofrecidas para la parametrización del Ejemplo 1

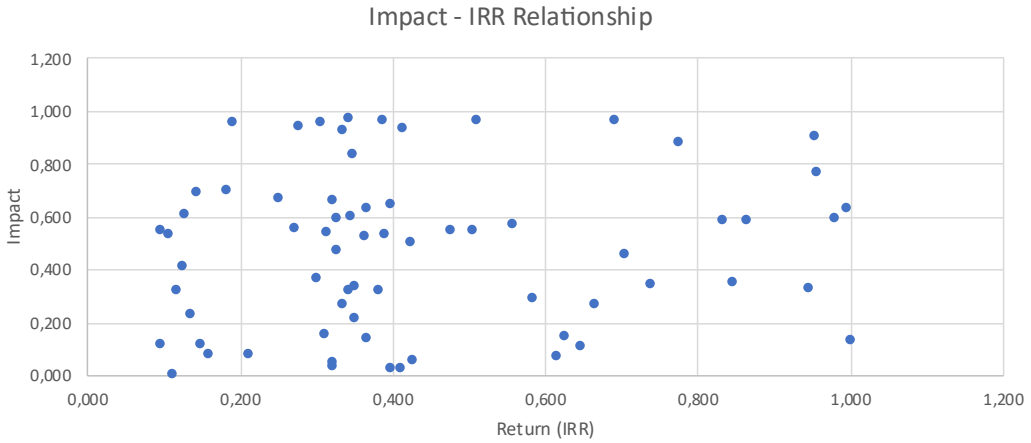

Ilustración 29: Mapa de la relación impacto-retorno financiero de las oportunidades de inversión ofrecidas para la parametrización del Ejemplo 1

4.4.2. Ejemplo 2: institución de mediano tamaño con experiencia en las inversiones de impacto

El segundo ejemplo, por su parte, es una institución financiera de importante tamaño pero no tanto como el ejemplo previo, que ya conoce las inversiones de impacto y dispuesta a desembolsar cantidades de capital menores en más oportunidades y que tiene un coste de capital mayor, con sus posibilidades más limitadas. Por otro lado, como ya conoce el sector de las inversiones de impacto y en concreto de las microfinanzas, es capaz de ayudar a las

instituciones financieras activamente, de forma que confía en que el crecimiento extraordinario que sufre la entidad gracias a la entrada de la inversión se materialice en menos tiempo (4 años).

We recommend that for the assumptions taken:

Fund size	million $	$10.000.000
Number of investments	#	10
Ticket	million $	$1.000.000
Tenor per investment	years	4
Time horizon for growth to be realized	years	4
Cost of equity	%	8%
Terminal value % (P/BV Eq)	x	0,9

Ilustración 30: Pantalla resumen de la parametrización escogida por el usuario para el Ejemplo 2

The investment distribution should be:

	Amount of investment	MFI Name	Country	Implied stake %	IRR	Financial percentile	Risk percentile	Impact percentile	All-in percentile
1	$1.000.000	WB Finance	Camboya	19%	47%	95,0%	86,6%	91,4%	98,3%
2	$1.000.000	Sathapana Bank	Camboya	2%	32%	72,7%	86,5%	88,8%	95,2%
3	$1.000.000	Nirdhan	Nepal	8%	29%	67,0%	81,1%	96,6%	94,6%
4	$1.000.000	NWTF	Filipinas	9%	35%	80,6%	96,6%	60,4%	93,0%
5	$1.000.000	HKL	Camboya	1%	21%	46,6%	87,8%	96,6%	91,3%
6	$1.000.000	SB Bank	Filipinas	9%	14%	29,5%	96,7%	96,1%	88,5%
7	$1.000.000	CARD Bank	Filipinas	2%	14%	30,1%	96,3%	93,5%	87,7%
8	$1.000.000	AMK	Camboya	3%	17%	35,3%	86,7%	96,6%	87,2%
9	$1.000.000	PRASAC	Camboya	0%	17%	37,2%	87,5%	93,9%	87,2%
10	$1.000.000	KREDIT	Camboya	4%	15%	31,6%	87,0%	97,3%	86,2%

Ilustración 31: Ejemplo de recomendación de oportunidades de inversión al usuario para el Ejemplo 2

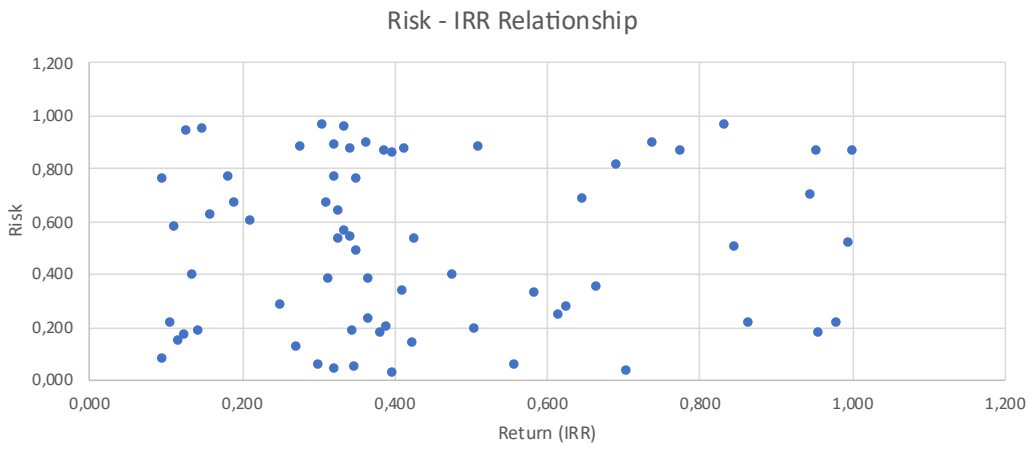

Ilustración 32: Mapa de la relación riesgo-retorno financiero de las oportunidades de inversión ofrecidas para la parametrización del Ejemplo 2

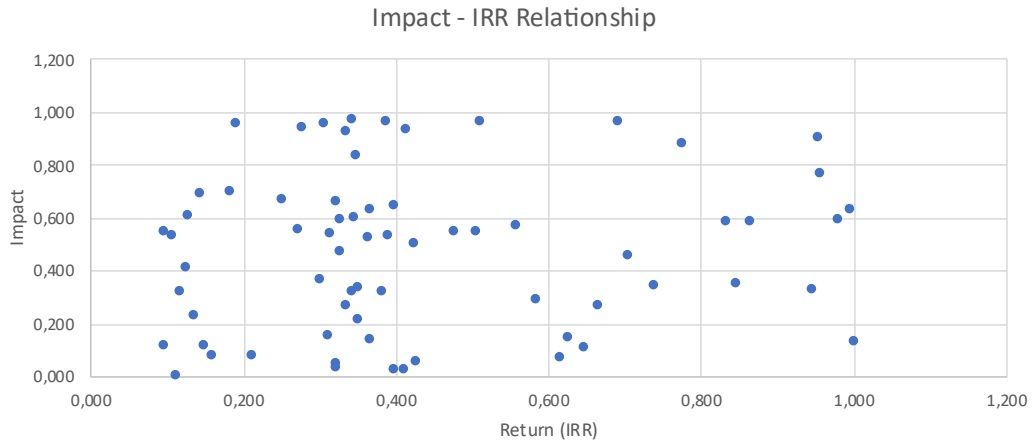

Ilustración 33: Mapa de la relación impacto-retorno financiero de las oportunidades de inversión ofrecidas para la parametrización del Ejemplo 2

Esto permite observar cómo existe una amplia variedad de combinaciones en función de las características del usuario, que le permitan jugar con ellas y establecer sus propias prioridades que luego se trasmitan a la herramienta gracias a sus distintos parámetros. Destaca también la amplia gama de países en los que está desarrollado el sector de las microfinanzas (recordemos que las más de 200 instituciones analizadas eran relativamente maduras), aunque es cierto que la inmensa mayoría se localizan en el sudeste asiático y en América del Sur.

Por otra parte, también permite comprobar, realizando pruebas con distintos casos, cómo las oportunidades que más impacto tienen no son las, poniendo en duda la clásica concepción de que para que una inversión tenga mayor impacto social y medioambiental en algún punto del mundo, tiene que estar habiendo algún tipo de sacrificio a nivel de rendimiento financiero, y abriendo la puerta a un análisis más detallado de este apartado en el futuro. En este sentido, sería necesaria una revisión precisa de la herramienta comparando con las herramientas más extendidas en el mercado, como puede ser *IRIS*+, para validar que se está midiendo bien el impacto.

4.5 Escalabilidad de la herramienta

Tras alcanzar el objetivo de desarrollar una herramienta que ilustra una metodología para iniciarse en las inversiones de impacto de la mano de las inversiones en instituciones de microfinanzas, el siguiente paso pasar por reflexionar acerca de la facilidad de la herramienta para ser replicada y por tanto su escalabilidad.

En este sentido, es cierto que la herramienta permite fácilmente analizar distintas inversiones en microfinanzas, habiéndose concebido a partir de datos precisamente de esta industria, pero tiene muy limitada sus posibilidades de convertirse en esqueleto para otra industria. Ya se ha justificado anteriormente cuáles son las características del sector de las microfinanzas para ser el elegido en un escenario de iniciación a las inversiones de impacto, debido a su extensa experiencia dentro de esta pequeña industria de reciente creación.

En un supuesto en el que se tuviera que desarrollar una segunda herramienta, probablemente sería en el sector de la infraestructura. Para ello, haría falta recoger datos de este sector con un alto nivel de granularidad. Un ejemplo sería la construcción de infraestructura como puentes en lugares en los que los gobiernos tienen una elevada probabilidad de incumplir con los pagos establecidos, o que están vetados por las empresas tradicionales que realizan estas construcciones por sus potenciales problemas legales o reputacionales. En definitiva, por todo lo que *podría salir mal.*

En este sentido, como métricas financieras haría falta los datos de contratos habituales de concesiones con los gobiernos locales de varios países, aplicándole un descuento . El riesgo

se evaluaría con el riesgo país, la tasa de delincuencia, los niveles de desastres naturales o la penetración de la compañía en el país. En cuanto a métricas de impacto, si se dispusiese de una base de datos tan extensa como la de *MIX* en el sector de la los contratos público-privados de infraestructura, se evaluaría el nivel de deslocalización de las regiones que se pretende conectar con infraestructura, y se estimaría el nivel de desarrollo que la infraestructura (carretera, puente, etc.) aportaría al lugar, como incremento de producto interior bruto en la región, reducción del desempleo, incremento del nivel de vida (con indicadores habituales como el consumo anual o la amplitud de la superficie del hogar). Por supuesto, se tendría en cuenta la adicionalidad de la oportunidad, estudiando cuál es la probabilidad de que ese desarrollo social se produzca sin que entre la inversión analizada.

Capítulo 5. Conclusiones

Los objetivos de investigación de este Trabajo partían un de un problema que se había detectado en el sector de la inversión de impacto: la dificultad de los gestores por tomar decisiones alineadas con sus expectativas tanto financieras como de impacto. Esto se ha ilustrado de forma más visual con una optimización que muestra cuál es, en función de la importancia que le dé el usuario (el inversor) a cada una de las tres patas, la combinación de inversiones más adecuada para unas cantidades de ticket de inversión y condiciones dadas.

En este sentido, como conclusión se puede extraer que, aunque la estandarización es compleja a la hora de poner una inversión de impacto al lado de la otra y ser capaz de tomar una decisión detallada, es realmente posible obtener un *número rápido* gracias al empleo de herramientas de procesado de muchos datos como la que hemos desarrollado en este Trabajo.

Este Trabajo confía, por tanto, en que sirva idealmente de vehículo de *desatasque* de procesos de implementación de inversiones de impacto en gestoras de fondos de inversión, muchas veces lastrados por la dificultad a la hora de analizar un gran número de inversiones.

En este sentido, pese a ese a los desafíos que existen en el ámbito de la intermediación, como se explica en (Bugg-Levine and Goldstein, 2009), hay motivos para ser optimistas gracias a la aparición de innovadores que buscan cambiar el panorama. Como se explica en el artículo, actualmente la falta de escala en la intermediación (gestoras de fondos de inversión) provoca que los inversores de impacto hagan frente a elevados costes de transacción, dificultades en la originación de transacciones, la realización de la *due diligence* y el cierre y la sindicación de las inversiones; sin embargo, se pone el ejemplo de fondos de inversión de impacto que han logrado el objetivo de alcanzar tamaño significativo y empezar a operar eficientemente. *Impact Community Capital* gestiona más de 750 millones de dólares para grandes aseguradoras; por su parte, *Bank of America's Capital Access Funds* gestiona más de 800 millones de dólares dedicados a mercados desatendidos en los Estados Unidos. [10]

Como se ha adelantado anteriormente, los procesos de decisión de inversión en las gestoras de fondos, una vez se pasa la etapa de *screening* de posibilidades que existe, el equipo

se adentra en ese momento en la etapa de *due diligence* de un reducido número de inversiones, que supone un esfuerzo en tiempo y en dinero por parte de la compañía. Este Trabajo esta orientado a facilitar la llegada de la gestora a esta etapa, pero llegado a ese punto la compañía debe emplear herramientas más desarrolladas, como IRIS+, para alcanzar la decisión final de inversión.

Sin embargo, llegado el momento de implementar una herramienta de medición y monitorización del impacto, existe otro problema que puede poner trabas en el camino hacia la estandarización: hay muchas herramientas que ofrecen este servicio, y se puede encontrar muchas veces que hasta una misma gestora utiliza varias plataformas. En este punto, es interesante la reflexión que se hace en un informe de Mckinsey, en el que se concluye que los gestores de fondos, los inversores y los organismos de la industria deben idear un conjunto de medidas para los resultados sociales y medioambientales y utilizar estas medidas de forma coherente. [5]

Es también importante destacar que existe una serie de campos en los que, siendo consciente de sus limitaciones, este Trabajo no ha hecho hincapié para no arrojar excesiva complejidad y que deberían tratarse para desarrollar una herramienta aún más compleja.

En cuanto a limitaciones del proyecto, uno de los aspectos que no tiene en cuenta la herramienta seleccionadora de inversiones es el *grado de preparación* para recibir inversión que tiene una institución. Esto se debe a que muchas veces, la institución, por motivos internos o de contexto (país, ciclo económico…), no se encuentra lista. Un añadido a la herramienta podría ser introducir métricas que arrojaran luz sobre este detalle. Como se explica en (Goodman, 2005), los fondos de inversión a veces requieren evoluciones y mejoras por parte de las entidades de microfinanzas que ellas mismas no están todavía preparadas ni preparadas para desarrollar. En cualquier caso, explican, se puede hablar de una evolución sólida para ambos tipos de instituciones, las instituciones de microfinanzas y los fondos de inversión en microfinanzas. [1]

Otro de los detalles que este Trabajo no contempla es el del impacto del porcentaje que se adquiere de la compañía. Los resultados obtenidos han permitido comprobar cómo se pueden obtener TIRs interesantes en oportunidades en las que el inversor se haría con una participación

implícita de tan solo 3%, pero también oportunidades en instituciones de microfinanzas en las que la misma inversión supondría hacerse dueño de casi el 20 de la entidad.

El método de valoración empleado, el modelo de descuento de dividendos es el ideal para inversores que desean tener una participación relevante en la compañía, porque pueden participar en la toma de decisiones de la compañía y por tanto acercar la realidad hacia la realidad modelada. De este modo, gracias a una participación más o menos significativa en el devenir de la compañía (presencia en el Consejo de Administración y acceso a decisiones relevantes) y, por tanto, tener opción de actuar sobre el futuro de los flujos de caja. Sería interesante introducir una mayor probabilidad de ocurrencia a los flujos de caja cuanto mayor fuese la participación, permitiendo que el análisis fuera más preciso.

Todos estos detalles guardan relación con una serie de limitaciones intrínsecas de una industria naciente, de la que se conocen pocos casos prácticos y para la cual el acceso a la información es muy limitado.

El movimiento de las inversiones de impacto jugará un papel de gran importancia como cabeza visible de otros movimientos que son fundamentales para lograr el cambio de mentalidad en los mercados financieros más amplios que hace falta para lograr introducir más capital a disposición de los objetivos de desarrollo sostenible.

Todos los protagonistas que conformen la categoría deberán hacer un esfuerzo por marcar constantemente las normas para el impacto positivo de las inversiones en la sociedad, buscando asegurarse de que todo el mundo sea consciente de que puede tener un impacto positivo a través de la forma en que invierte su dinero. Para ello, es necesario que se desarrollen las herramientas y se pongan a disposición los datos que permitan a los inversores integrar las consideraciones sobre el impacto en sus procesos de toma de decisiones y dirigir el capital hacia las soluciones más eficaces.

Capítulo 6. Alineación con los ODS

Existe mucha confusión hoy en día en cuanto a la taxonomía empleada en el sector de las inversiones socialmente responsables. A menudo se emplea de manera indistinta los conceptos de ESG, inversión socialmente responsable, inversión sostenible, inversión de impacto…, provocando que un gran número de profesionales dentro del sector asuman que todos ellos tienen el mismo enfoque y significado. En este caso, las inversiones de impacto caen bajo el paraguas de las inversiones socialmente responsables, suponiendo un subconjunto dentro de ellas.

Las inversiones que incorporan criterios *ESG* (Environmental, Social & Governance), son aquellas que tienen en cuenta la integración, o bien de datos de esta clase para analizar los riesgos asociados a estas temáticas (bloqueando retorno financiero), o bien de prácticas que buscan encontrar las oportunidades que ofrecen estos ámbitos (conduciendo a mejores rendimientos financieros). En cualquier caso, es importante destacar que el objetivo del análisis de una inversión teniendo en cuenta los criterios ESG sigue siendo el de maximizar el retorno financiero. Simplemente dan el paso de ignorar los datos de la inversión relacionados con estas tres temáticas en el proceso de decisión de inversión, a tenerlos en cuenta. Los gobiernos, los consumidores, las empresas, los proveedores de capital, todos los grupos de interés involucrados a lo largo de toda la cadena de valor se vuelven cada día más sensibles a las buenas prácticas en ESG, y desoír las implicaciones en una inversión en materia de riesgos y oportunidades relacionadas con estas prácticas es ignorar una cantidad importante de datos significativos. [19]

Las inversiones socialmente responsables, por su parte, son aquellas que van más allá de la incorporación de datos relacionados con criterios ESG y buscan que el capital invertido esté alineado con los valores del inversor, es decir, manteniendo una serie de instrucciones éticas. En este caso, todavía buscando maximizar el retorno financiero del capital desplegado, dentro del amplio espectro de inversiones disponibles se procura, desde evitar una serie de inversiones por no estar de acuerdo con ellas (*negative screening*) hasta buscar de forma proactiva inversiones en compañías que contribuyen a causas caritativas (*positive screening*),

sin dedicarse necesariamente a ello como actividad principal. En resumen, las inversiones socialmente responsables responden a un criterio de inversión que busca generar retorno financiero, pero sin violar la consciencia ética, moral y social de uno. [20]

Ninguna de estas tiene porqué incluir la medición en sus características. En contraposición, una inversión de impacto siempre tendrá tanto el elemento de la medición incorporado como el de la intención clara. Una inversión será catalogada de impacto si capital alocado busca financiar o bien un proyecto concreto con unos objetivos concretos de impacto social y medioambiental o bien una empresa en la que el impacto forma una parte esencial e intrínseca de su misión como organización. [7]

Como se ha explicado con anterioridad, se estima que para conseguir los Objetivos de Desarrollo Sostenible marcados por la ONU en 2015, se requiere el despliegue de 3,9 trillones de dólares al año, mientras que hoy en día, solo 1,4 trillones de dólares se destinan las iniciativas que tienen por propósito alcanzar las métricas marcadas por los ODS. [5]

Aunque las inversiones socialmente responsables son una manera de avanzar hacia el cambio y la consecución de los objetivos que permitan crear un puente de financiación hacia la solución de problemas que requieren capital, concienciando, solo las inversiones de impacto tienen el poder de cubrir este gap para poder conseguir los cerca de 2,5 trillones de dólares que hacen falta para alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Bibliografía

[1] P. Goodman, «Microfinance Investment Funds - Key Features», *Microfinance Investment Funds*, p. 40.
[2] M. H. Silva, «Overcoming Barriers to Scale: Institutional impact investments in low-income and developing countries», p. 61, 2013.
[3] J. D. R. Acevedo y M. Wu, «A Proposed Framework to Analyze the Impact Investing Ecosystem in a Cross-Country Perspective», *RES*, vol. 10, n.º 4, p. 87, sep. 2018, doi: 10.5539/res.v10n4p87.
[4] A. Bouri y A. Mudaliar, «Global Impact Investing Network», p. 57, 2015.
[5] J. Godsall y A. Sanghvi, «How impact investing can reach the mainstream», *Mckinsey*, p. 4, 2016.
[6] «Is Social Impact Investing The Next Venture Capital? - Forbes», p. 3.
[7] A. K. Höchstädter y B. Scheck, «What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners», *J Bus Ethics*, vol. 132, n.º 2, pp. 449-475, dic. 2015, doi: 10.1007/s10551-014-2327-0.
[8] E. van Duuren, A. Plantinga, y B. Scholtens, «ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented», *J Bus Ethics*, vol. 138, n.º 3, pp. 525-533, oct. 2016, doi: 10.1007/s10551-015-2610-8.
[9] J. L. Peifer, «Fund Loyalty Among Socially Responsible Investors: The Importance of the Economic and Ethical Domains», *J Bus Ethics*, vol. 121, n.º 4, pp. 635-649, jun. 2014, doi: 10.1007/s10551-013-1746-7.
[10] A. Bugg-Levine y J. Goldstein, «Harnessing Capital Markets to Solve Problems at Scale», p. 12.
[11] J.-L. Viviani y C. Maurel, «Performance of impact investing: A value creation approach», *Research in International Business and Finance*, vol. 47, pp. 31-39, ene. 2019, doi: 10.1016/j.ribaf.2018.01.001.
[12] «Roadmap for the Future of Impact Investing: Reshaping Financial Markets», p. 84.
[13] U. Grabenwarter y H. Liechtenstein, «In Search of Gamma - An Unconventional Perspective on Impact Investing», *SSRN Journal*, 2011, doi: 10.2139/ssrn.2120040.
[14] J. Lawrence, «About the Global Impact Investing Network (GIIN)», p. 36.
[15] L. Brandstetter y O. M. Lehner, «Opening the Market for Impact Investments: The Need for Adapted Portfolio Tools», *Entrepreneurship Research Journal*, vol. 5, n.º 2, ene. 2015, doi: 10.1515/erj-2015-0003.
[16] S. Findlay y M. Moran, «Purpose-washing of impact investing funds: motivations, occurrence and prevention», *SRJ*, vol. 15, n.º 7, pp. 853-873, oct. 2019, doi: 10.1108/SRJ-11-2017-0260.
[17] H. Rawhouser, M. Cummings, y S. L. Newbert, «Social Impact Measurement: Current Approaches and Future Directions for Social Entrepreneurship Research», *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 43, n.º 1, pp. 82-115, ene. 2019, doi: 10.1177/1042258717727718.
[18] M. Martin, «Building Impact Businesses through Hybrid Financing», *Entrepreneurship Research Journal*, vol. 5, n.º 2, ene. 2015, doi: 10.1515/erj-2015-0005.
[19] M. D. Odriozola y E. Baraibar-Diez, «Is Corporate Reputation Associated with Quality of CSR Reporting? Evidence from Spain: Quality of CSR Reporting and Corporate

Reputation in Spain», *Corp. Soc. Responsib. Environ. Mgmt.*, vol. 24, n.º 2, pp. 121-132, mar. 2017, doi: 10.1002/csr.1399.

[20] E. S. Iyer, «Noneconomic goals of investors», *Journal of Consumer Behaviour*, p. 14, 2009.

[21] R. H. Schmidt, «Microfinance, Commercialization and Ethics», *Poverty & Public Policy*, vol. 2, n.º 1, pp. 92-130, ene. 2010, doi: 10.2202/1944-2858.1020.

[22] S. S. Parvin, B. Hossain, M. Mohiuddin, y Q. Cao, «Capital Structure, Financial Performance, and Sustainability of Micro-Finance Institutions (MFIs) in Bangladesh», *Sustainability*, vol. 12, n.º 15, p. 6222, ago. 2020, doi: 10.3390/su12156222.

[23] L. Alemany y J. Martí, «Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms», *SSRN Journal*, 2005, doi: 10.2139/ssrn.673341.

[24] D. Piskadlo, «Valuing Microfinance Institutions». Center for Financial Inclusion at Accion, 2017.

[25] D. von Stauffenberg, «Technical Guide: Performance and Social Indicators for Microfinance Institutions», *MicroRate*, p. 64, 2014.

Anexo I

```
Sub Obtain_List()
    Dim Row_for_New_Bank As Integer
    Dim Current_Bank As Integer
    Dim Cell As Range
    Dim Current_Bank_Name As String
    Dim Previous_Bank_Name As String

    Application.ScreenUpdating = False

    Current_Bank = 3
    Previous_Bank_Name = ""
    Row_for_New_Bank = 109

    'Sheets("Ejemplo para macro").Range("D12").Value = "Hola"

    'This range must be modified in case there are more banks and therefore rows to
be added onto the "Data filtered" dataset
    For Each Cell In Sheets("Data filtered").Range("B3:B1122")

        Current_Bank_Name = Cell.Value
        Sheets("Ejemplo para macro").Range("D12").Value = Current_Bank_Name
        Sheets("Ejemplo para macro").Range("E12").Value = Previous_Bank_Name
        Sheets("Ejemplo para macro").Range("F12").Value = Cell.Column

       'This code is set so that it only takes action when there is a change in the
name of the bank: a new bank
        If Not (Current_Bank_Name Like Previous_Bank_Name) Then

            Current_Bank = Cell.Row + 2

            Obtain_Values_From_Data_Filtered (Current_Bank)
            Paste_DCF_Data_and_Format (Row_for_New_Bank)
            Lista_Output (Row_for_New_Bank)

            Row_for_New_Bank = Row_for_New_Bank + 95

        End If

        Previous_Bank_Name = Current_Bank_Name

   Next Cell

   Application.ScreenUpdating = True

End Sub

Sub Paste_DCF_Data_and_Format(Aux As Integer)
```

```
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("B9:N103").Copy

    'Sheets("Ejemplo para macro").Cells(Aux, 2).Select

    Sheets("Ejemplo para macro").Cells(Aux, 2).PasteSpecial xlPasteFormats
    Sheets("Ejemplo para macro").Cells(Aux, 2).PasteSpecial xlPasteFormulas

End Sub

Sub Obtain_Values_From_Data_Filtered(Aux As Integer)

'Aux is the # of the 1st row of the 5 rows that compose the data of each bank

    'Relleno el nombre

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("B9").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux, 2).Value

    'Relleno el primer año (2014)

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("D13").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux, 7).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("D14").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux, 10).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("D16").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux, 9).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("D37").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux, 78).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("D43").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux, 79).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("D44").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux, 80).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("D45").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux, 81).Value

    With Sheets("Data filtered")
        .Range(.Cells(Aux, 11), .Cells(Aux, 28)).Copy
    End With

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("D18").PasteSpecial Paste:=xlPasteValues,
Transpose:=True

        'Income Statement:

    With Sheets("Data filtered")
        .Range(.Cells(Aux, 29), .Cells(Aux, 56)).Copy
    End With

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("D54").PasteSpecial Paste:=xlPasteValues,
Transpose:=True


    'Relleno el segundo año (2015)

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("E13").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 1, 7).Value
```

```
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("E14").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 1, 10).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("E16").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 1, 9).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("E37").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 1, 78).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("E43").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 1, 79).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("E44").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 1, 80).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("E45").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 1, 81).Value

    With Sheets("Data filtered")
        .Range(.Cells(Aux + 1, 11), .Cells(Aux + 1, 28)).Copy
    End With

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("E18").PasteSpecial Paste:=xlPasteValues,
Transpose:=True

            'Income Statement:

    With Sheets("Data filtered")
        .Range(.Cells(Aux + 1, 29), .Cells(Aux + 1, 56)).Copy
    End With

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("E54").PasteSpecial Paste:=xlPasteValues,
Transpose:=True


    'Relleno el tercer año (2016)

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("F13").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 2, 7).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("F14").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 2, 10).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("F16").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 2, 9).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("F37").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 2, 78).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("F43").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 2, 79).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("F44").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 2, 80).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("F45").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 2, 81).Value

    With Sheets("Data filtered")
        .Range(.Cells(Aux + 2, 11), .Cells(Aux + 2, 28)).Copy
    End With

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("F18").PasteSpecial Paste:=xlPasteValues,
Transpose:=True

                'Income Statement:
```

```
    With Sheets("Data filtered")
        .Range(.Cells(Aux + 2, 29), .Cells(Aux + 2, 56)).Copy
    End With

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("F54").PasteSpecial Paste:=xlPasteValues,
Transpose:=True

    'Relleno el cuarto año (2017)

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("G13").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 3, 7).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("G14").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 3, 10).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("G16").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 3, 9).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("G37").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 3, 78).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("G43").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 3, 79).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("G44").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 3, 80).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("G45").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 3, 81).Value

    With Sheets("Data filtered")
        .Range(.Cells(Aux + 3, 11), .Cells(Aux + 3, 28)).Copy
    End With

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("G18").PasteSpecial Paste:=xlPasteValues,
Transpose:=True

                'Income Statement:

    With Sheets("Data filtered")
        .Range(.Cells(Aux + 3, 29), .Cells(Aux + 3, 56)).Copy
    End With

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("G54").PasteSpecial Paste:=xlPasteValues,
Transpose:=True

     'Relleno el cuarto año (2018)

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("H13").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 4, 7).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("H14").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 4, 10).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("H16").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 4, 9).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("H37").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 4, 78).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("H43").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 4, 79).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("H44").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 4, 80).Value
    Sheets("Ejemplo para macro").Range("H45").Value = Sheets("Data
filtered").Cells(Aux + 4, 81).Value
```

```
    With Sheets("Data filtered")
        .Range(.Cells(Aux + 4, 11), .Cells(Aux + 4, 28)).Copy
    End With

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("H18").PasteSpecial Paste:=xlPasteValues,
Transpose:=True

                'Income Statement:

    With Sheets("Data filtered")
        .Range(.Cells(Aux + 4, 29), .Cells(Aux + 4, 56)).Copy
    End With

    Sheets("Ejemplo para macro").Range("H54").PasteSpecial Paste:=xlPasteValues,
Transpose:=True

End Sub

Sub Lista_Output(Aux As Integer)

    Sheets("Ejemplo para macro").Cells(Aux, 14).Copy

    Sheets("OUTPUT").Range("C4").EntireRow.Insert

End Sub

Sub Test_First_Button()

    Dim Aux As Integer

    Aux = 3

    Obtain_Values_From_Data_Filtered (Aux)

End Sub
```

Anexo II

	MFI Name	Fiscal Year	Currency	Period Type	As of Date	Gross Loan Portfolio	Loan portfolio disbursed	Deposits	Write offs	Cash and cash equivalents	Net loan portfolio	Impairment loss allowance	Other assets	Liabilities and equity
Filipinas	1st Valley Bank	2014	USD	ANN	42004	116423597	0	83988295	2468543	30181499	112650542	3773055	6116166	151374949
	1st Valley Bank	2015	USD	ANN	42369	109723279	0	81124208	1887541	32982785	106054708	3668571	6815983	148438267
	1st Valley Bank	2016	USD	ANN	42735	116057067	151711993	82383218	2224253	26714643	112187896	3869171	3647722	146830892
	1st Valley Bank	2017	USD	ANN	43100	111576279	132430773	85328956	1783638	25615276	107893867	3682412	3664555	143892024
	1st Valley Bank	2018	USD	ANN	43465	132682781	133164667	79221652	2788560	19688791	127941798	4740984	24369261	174099175
Ruanda	AB Bank Rwanda	2014	USD	ANN	42004	2827624	0	1053031	28156	1361077	2709119	118505	1026190	6186806
	AB Bank Rwanda	2015	USD	ANN	42369	5116176	0	4355678	86144	3051558	4748374	367802	1090693	10330602
	AB Bank Rwanda	2016	USD	ANN	42735	7190084	7871568	4497540	141851	2051604	6514655	675429	1790384	11637524
	AB Bank Rwanda	2017	USD	ANN	43100	10411275	9021496	5155885	508977	2131553	9593741	817535	1219023	13993641
	AB Bank Rwanda	2018	USD	ANN	43465	14214502	11760045	7302933	512501	2895160	13073725	1140777	2092916	19150968
Nigeria	AB MfB	2014	USD	ANN	42004	49682256	0	5738757	430417	5608332	48129831	1552425	4591123	59155837
	AB MfB	2015	USD	ANN	42369	58653496	0	7329980	725306	4388297	55680631	2972865	4569049	65382939
	AB MfB	2016	USD	ANN	42735	35907199	68405177	7198800	789953	13570953	32796331	3110868	5311345	52349063
	AB MfB	2017	USD	ANN	43100	27799452	60171615	6203789	812792	4555306	25807750	1991702	2931519	33924222
	AB MfB	2018	USD	ANN	43465	28732807	59586372	9369094	1046820	4455297	26995652	1737156	2345710	34522099
Tanzania	AccessBank - TZA	2014	USD	ANN	42004	71254703	0	88430619	1271098	32631949	69469991	1784712	3955275	109794132
	AccessBank - TZA	2015	USD	ANN	42369	73440376	0	79082758	1385649	20280728	70535028	2905348	6526679	100101413
	AccessBank - TZA	2016	USD	ANN	42735	74970202	96474561	66239886	1485307	15752915	70388318	4581884	5770075	94584138
	AccessBank - TZA	2017	USD	ANN	43100	69571508	51970543	64280210	1688981	11919293	62362838	7208670	16307089	92605039
	AccessBank - TZA	2018	USD	ANN	43465	48561829	43565169	40536589	3017330	16698460	39789598	8772230	6274235	64082548
Nigeria	Accion MfB Nigeria	2014	USD	ANN	42004	22992060	0	7748333	607987	2926376	21663575	1328485	1729647	27717909
	Accion MfB Nigeria	2015	USD	ANN	42369	28521676	69369670	10660025	1060594	4694913	26614699	1906977	1216131	34127653
	Accion MfB Nigeria	2016	USD	ANN	42735	21266309	60551598	6619057	789243	3242572	19152265	2114044	1282269	24780047
	Accion MfB Nigeria	2017	USD	ANN	43100	21170519	57157627	6646053	1391478	2628303	19333161	1837358	854136	24295642
	Accion MfB Nigeria	2018	USD	ANN	43465	24331021	64259665	7726431	915182	2513964	22607189	1723832	2513496	30287087
Madagascar	ACEP Madagascar SA	2014	USD	ANN	42004	16443881	0	1226221	0	1509432	16062573	381308	506701	18612692
	ACEP Madagascar SA	2015	USD	ANN	42369	15262692	0	741330	212994	1035044	14948492	314200	719278	17179952
	ACEP Madagascar SA	2016	USD	ANN	42735	16863568	22063961	796329	178750	744546	16542987	320582	1146573	18937181
	ACEP Madagascar SA	2017	USD	ANN	43100	22226745	22226745	1369228	245182	432676	21992902	233842	1348955	24566125
	ACEP Madagascar SA	2018	USD	ANN	43465	25677851	34721322	11412782	167685	1671802	25401508	276343	1138440	28974412
Benin	ACFB	2014	USD	ANN	42004	5945389	0	5166255	71672	1094302	5858516	86873	347104	8167252
	ACFB	2015	USD	ANN	42369	6027272	0	5161035	36484	1036396	5973973	53299	357391	8157551
	ACFB	2016	USD	ANN	42735	5547626	9472088	5021756	31243	1508754	5494296	53330	392781	8109108
	ACFB	2017	USD	ANN	43100	6701423	10995414	5849626	29027	1579769	6593609	107814	518911	9411381
	ACFB	2018	USD	ANN	43465	7135422	12086607	6256868	33436	1897053	6998747	136675	500659	10001977
Burkina Faso	ACFIME	2014	USD	ANN	42004	1337807	0	679097	3969	838710	1326913	10894	96045	2429858
	ACFIME	2015	USD	ANN	42369	1204660	0	725986	3090	704424	1191468	13192	80437	2106579
	ACFIME	2016	USD	ANN	42735	1455463	3708244	901117	10669	578035	1412252	43211	76898	2176890
	ACFIME	2017	USD	ANN	43100	2155425	4905797	1223650	42861	463613	2126092	29333	89993	2858372
	ACFIME	2018	USD	ANN	43465	2132843	4672294	1271744	17622	212532	2095077	37766	166872	2758990
Camboya	ACLEDA	2014	USD	ANN	42004	1994337342	0	1928048436	0	898932428	1969762716	24574626	102507027	3051460000
	ACLEDA	2015	USD	ANN	42369	2453919586	0	2616361015	0	1157481413	2423851728	30067858	111585335	3803003885
	ACLEDA	2016	USD	ANN	42735	2874572670	0	2754716660	0	1631756424	2874572670	0	85409397	4719200676
	ACLEDA	2017	USD	ANN	43100	3028612731	0	3050582320	0	1919971629	2945762362	82850369	157760903	5131983351
	ACLEDA	2018	USD	ANN	43465	3485378193	0	3749968882	0	1882209035	3375577596	109800597	162737227	5519473354
Laos	ACLEDA Lao	2014	USD	ANN	42004	83003670	0	78443059	2351444	56070029	81891305	1112283	3052297	144849676
	ACLEDA Lao	2015	USD	ANN	42369	98622924	0	84241383	2592777	33904407	97128754	1494170	3467034	137717121
	ACLEDA Lao	2016	USD	ANN	42735	119630240	105037923	86880224	1170732	26711894	119260640	369600	5043870	155018602
	ACLEDA Lao	2017	USD	ANN	43100	126209491	92186920	90824536	765651	27414447	124581264	1628227	3165818	158686718
	ACLEDA Lao	2018	USD	ANN	43465	115051019	56517553	83119271	570366	21565004	114282593	768426	3997227	143171604
Myanmar	ACLEDA Myanmar	2014	USD	ANN	42094	8846618	0	302643	0	97000	8587818	258800	636123	9504693
	ACLEDA Myanmar	2015	USD	ANN	42460	8554095	0	366510	0	101416	8383013	171082	583903	9103107
	ACLEDA Myanmar	2016	USD	ANN	42825	15628879	0	745229	0	1732482	15472169	156710	706032	17932219
	ACLEDA Myanmar	2017	USD	ANN	43190	24550134	0	2366006	0	508759	24117104	433030	1374147	26092066
	ACLEDA Myanmar	2018	USD	ANN	43555	26773096	0	3925288	0	4275369	26773096	0	1366459	32684257
Nigeria	Advans - NGA	2014	USD	ANN	42004	5891373	0	786166	7449	3175518	5771395	119978	487719	10558647
	Advans - NGA	2015	USD	ANN	42369	10431285	27015146	1307622	145949	2482127	9923137	508148	701639	14320198
	Advans - NGA	2016	USD	ANN	42735	7859644	21058741	2381473	585694	1317241	7453213	406431	648125	10212746
	Advans - NGA	2017	USD	ANN	43100	9139098	18436560	1856857	323134	660385	8868910	270189	1116382	11220660
	Advans - NGA	2018	USD	ANN	43465	10730930	20428781	3633525	470516	4542185	10366374	364556	694139	16643189
Somalia	Al Amal Bank	2014	USD	ANN	42004	12865318	0	12602603	0	47789879	12465586	399732	3253160	64342989
	Al Amal Bank	2015	USD	ANN	42369	11221347	0	6539130	0	44898116	8604287	2617061	2983938	57200313
	Al Amal Bank	2016	USD	ANN	42735	9188631	2996211	7121817	0	45865050	2937397	6251233	2718597	51963700
	Al Amal Bank	2017	USD	ANN	43100	9145328	687743	29702090	0	78225244	610264	8535064	5614936	84766321
	Al Amal Bank	2018	USD	ANN	43465	10391243	2235289	45322069	0	106230036	2066771	8324471	4853809	113450845
Myanmar	ALLIANCE	2014	USD	ANN	42094	92439	0	19410	0	193363	90590	1849	2323	321934
	ALLIANCE	2015	USD	ANN	42460	1357962	0	228092	0	67827	1330700	27262	35519	1527556
	ALLIANCE	2016	USD	ANN	42825	6570260	0	1057098	4	1345287	6504556	65704	245855	8272977
	ALLIANCE	2017	USD	ANN	43190	17687870	35301191	3256891	11957	1074014	17510972	176898	417733	19293261
	ALLIANCE	2018	USD	ANN	43555	34300203	76567535	6126246	41175	409791	33956087	344116	836590	35691398
Camboya	AMK	2014	USD	ANN	42004	96334000	0	39291000	346000	17849000	95295000	1039000	2896000	119155000
	AMK	2015	USD	ANN	42369	128318669	0	64660634	113	23292798	126663118	1655551	4670164	159182795
	AMK	2016	USD	ANN	42735	152911793	154299400	88814501	825826	53759143	149896437	3015356	5258711	215519347

	AMK	2017	USD	ANN	43100	207695468	243478056	118367621	1638488	69604621	201225080	6470388	6104584	283366002
	AMK	2018	USD	ANN	43465	252741966	287070488	158681163	2653142	91974412	247328319	5413647	5161189	348938832
Camboya	AMRET	2014	USD	ANN	42004	287418110	0	153123295	100287	47002057	287210004	208105	7224460	345280643
	AMRET	2015	USD	ANN	42369	411412171	0	200848026	141805	23233278	410705246	706925	41423565	478421422
	AMRET	2016	USD	ANN	42735	565928782	574690594	287298860	500363	77943260	563674249	2254532	12704495	659582107
	AMRET	2017	USD	ANN	43100	692027720	688249020	350866956	1976759	94904858	689418031	2609689	19529573	807682085
	AMRET	2018	USD	ANN	43465	788678181	159862656	453554297	375885	165595567	779906150	8772031	17176202	968933196
India	Annapurna Cooperative	2014	USD	ANN	42094	8052477	0	2952501	0	606227	7971952	80525	1028710	10229283
	Annapurna Cooperative	2015	USD	ANN	42460	10228312	0	3538037	4200	753311	10152460	75852	1233084	12583714
	Annapurna Cooperative	2016	USD	ANN	42825	12481316	20118594	5060868	0	724410	12481303	0	1384129	16241189
	Annapurna Cooperative	2017	USD	ANN	43190	15556006	24267409	6704623	93981	1427079	15556006	0	1538582	20744085
	Annapurna Cooperative	2018	USD	ANN	43555	22764071	30482518	10158537	42141	114305	22764071	0	1905250	27219734
El Salvador	Apoyo Integral	2014	USD	ANN	42004	68899116	37751377	21732128	1480600	11035840	66083093	2816023	3728866	85473109
	Apoyo Integral	2015	USD	ANN	42369	76265896	0	30264000	2938417	13352800	73785996	2479900	3548781	94838677
	Apoyo Integral	2016	USD	ANN	42735	85499125	62750834	40180786	2148681	12635232	82958704	2540421	4122505	103610114
	Apoyo Integral	2017	USD	ANN	43100	99116742	75270728	53383146	1558314	16914093	96505486	2611256	4606651	121814546
	Apoyo Integral	2018	USD	ANN	43465	114408123	86975073	65991356	2899100	18999576	111533004	2875119	7253843	143471877
Bangladesh	ASA Bangladesh	2014	USD	ANN	42185	1128556358	0	479071665	1797886	317627981	1094676404	33879953	49042462	1468319356
	ASA Bangladesh	2015	USD	ANN	42551	1533970742	0	646397521	4223258	42807758	1492682076	41288666	285942772	1828421706
	ASA Bangladesh	2016	USD	ANN	42916	1919018117	0	826337154	3501047	292258726	1862101871	56916245	75978167	2239936427
	ASA Bangladesh	2017	USD	ANN	43281	1934925801	3587311470	967890800	3228115	126372925	1851592372	83333429	588229380	2579236249
	ASA Bangladesh	2018	USD	ANN	43646	1906096873	3377179310	1032250202	7051409	114778023	1819455229	86641643	944020649	2899276955
Filipinas	ASA Philippines	2014	USD	ANN	42004	79930046	0	48246238	223372	10821205	73764827	6165219	2152715	88912622
	ASA Philippines	2015	USD	ANN	42369	119879226	0	66388360	388472	5585331	111180967	8698259	2291400	121369054
	ASA Philippines	2016	USD	ANN	42735	178197645	0	91275312	716063	5930166	169287762	8909883	2622578	180412222
	ASA Philippines	2017	USD	ANN	43100	268587153	855950899	135395220	1124678	16690310	255157794	13429359	4053789	278589746
	ASA Philippines	2018	USD	ANN	43465	336446697	1056900702	168758883	2646900	32181137	319624361	16822336	2845947	357578699
Filipinas	ASHI	2014	USD	ANN	42004	6584657	0	1641741	5713	3283067	6283070	301586	1430700	11489611
	ASHI	2015	USD	ANN	42369	9392598	0	1940658	0	1154969	9049943	342655	1198694	11918448
	ASHI	2016	USD	ANN	42735	16717303	25845609	1749865	0	1764953	16349465	367838	310715	19121786
	ASHI	2017	USD	ANN	43100	19716943	28459367	2050171	0	3159041	19055686	661257	764227	23874108
	ASHI	2018	USD	ANN	43465	18673808	38763281	3715890	100401	1365140	18279273	394534	523862	21089725
Colombia	Bancamía	2014	USD	ANN	42004	451113550	0	182796109	30202319	94578460	427904112	23208912	25383873	586314810
	Bancamía	2015	USD	ANN	42369	348272077	0	104731146	22887464	64582327	328646631	19625446	46950113	454691184
	Bancamía	2016	USD	ANN	42735	371534061	320731476	122902103	20832483	51083278	350649089	20884973	54093942	478828307
	Bancamía	2017	USD	ANN	43100	402211474	0	172130900	22980181	32999678	380575859	21635615	49749547	486976044
	Bancamía	2018	USD	ANN	43465	407926140	392177068	221461075	25938185	46844322	385277642	22648498	45349491	498262037
República Dominicana	Banco ADEMI	2014	USD	ANN	42004	266081680	0	210149500	3409806	75654273	253162973	12918707	25404490	360848631
	Banco ADEMI	2015	USD	ANN	42369	282468653	0	236592239	2913164	58168901	268835766	13632886	56627981	390312927
	Banco ADEMI	2016	USD	ANN	42735	268282728	372091654	217055754	4006318	68468844	253316100	14966629	63957004	391266414
	Banco ADEMI	2017	USD	ANN	43100	260122609	0	248693286	6692104	62354860	240526969	19595640	91062182	398049513
	Banco ADEMI	2018	USD	ANN	43465	254251650	0	247327828	12153923	54733292	242986727	11264923	81070469	381532810
	Banco ADOPEM	2014	USD	ANN	42004	95839178	0	50526673	478377	7931556	92434061	3405117	17878635	120350467
República Dominicana	Banco ADOPEM	2015	USD	ANN	42369	111108559	133059232	50693760	551952	9257350	106697391	4411168	9988153	128329011
	Banco ADOPEM	2016	USD	ANN	42735	126473052	147440784	56240016	623098	11023995	120969008	5504044	23517715	157704371
	Banco ADOPEM	2017	USD	ANN	43100	139562861	0	72284856	0	30627293	133331789	6231072	4717261	170641996
	Banco ADOPEM	2018	USD	ANN	43465	130318275	144558201	70004455	881230	39762307	124452065	5866210	4768510	170612167
Colombia	Banco Caja Social	2014	USD	ANN	42004	3686052552	0	3796435634	288824953	927372055	3460841405	225214499	177184787	4635297617
	Banco Caja Social	2015	USD	ANN	42369	3082878831	0	2427074173	51030442	498197476	2888212331	194666500	362191770	3877804101
	Banco Caja Social	2016	USD	ANN	42735	3415065290	0	3352444037	12849635	448812458	3181228847	233836442	527864091	4288685543
	Banco Caja Social	2017	USD	ANN	43100	3542117446	1613251739	3418144139	53175073	445629619	3268204927	273912519	640544218	4489339128
	Banco Caja Social	2018	USD	ANN	43465	3365167576	1777055926	3254724008	56969664	481885647	3098463547	266704029	566021223	4295571951
Ecuador	Banco COOPNACIONAL	2014	USD	ANN	42004	24197242	0	150090850	125038	140681236	22429933	1767309	12890328	177259644
	Banco COOPNACIONAL	2015	USD	ANN	42369	22790905	0	136801164	111636	32325107	21072828	1718077	110164017	165120281
	Banco COOPNACIONAL	2016	USD	ANN	42735	25481942	29410230	137818171	169146	34887541	23832677	1649265	107431175	168411442
	Banco COOPNACIONAL	2017	USD	ANN	43100	38620168	44010539	154333132	135393	41291629	36675043	1945125	105947168	185998083
	Banco COOPNACIONAL	2018	USD	ANN	43465	99368448	0	153713083	105752	48485477	96779148	2589300	40310309	188483976
Ecuador	Banco D-Miro	2014	USD	ANN	42004	75376876	0	22976171	287884	6440628	70890878	4485998	6085669	84721179
	Banco D-Miro	2015	USD	ANN	42369	98589577	0	14103892	1516528	15590852	92710780	5878797	5362698	115024554
	Banco D-Miro	2016	USD	ANN	42735	92973263	75913580	12239585	420412	22748213	83282827	9690436	3045881	110610814
	Banco D-Miro	2017	USD	ANN	43100	88830340	75298400	16785060	6476652	14900972	81312543	7517797	4124697	101845061
	Banco D-Miro	2018	USD	ANN	43465	95036369	0	23336866	2646833	11815448	87525064	7511305	5108403	106082080
Panamá	Banco Delta, S.A.	2014	USD	ANN	42004	141734692	0	147587713	3816560	23719018	140040458	1694234	44881394	219797891
	Banco Delta, S.A.	2015	USD	ANN	42369	153962292	0	163084966	4755713	47228146	152327972	1634320	27252152	239447498
	Banco Delta, S.A.	2016	USD	ANN	42735	184491775	110226452	174216750	5031782	63690406	182890160	1601615	2877622	261783141
	Banco Delta, S.A.	2017	USD	ANN	43100	195914843	93579252	187920286	4685090	78580028	193227267	2687576	3660814	286309273
	Banco Delta, S.A.	2018	USD	ANN	43465	196045027	80982992	194124585	8948541	24032387	191913836	4131191	67490583	292282212
Paraguay	Banco Familiar	2014	USD	ANN	42004	457229287	0	484420659	24743785	155709314	429821560	27407727	31357052	624415133
	Banco Familiar	2015	USD	ANN	42369	424003733	0	431851771	27568333	146659427	393853939	30149793	31474243	578334779
	Banco Familiar	2016	USD	ANN	42735	400938308	0	414577441	34613833	101060394	370958088	29980220	100763527	578455862
	Banco Familiar	2017	USD	ANN	43100	475089800	0	486211194	28353290	109641863	442450032	32639769	100809235	657873383
	Banco Familiar	2018	USD	ANN	43465	532029816	0	514689312	30994406	117608535	497376477	34653339	164899449	784354125
Bolivia	Banco Fassil	2014	USD	ANN	42004	567275841	0	761544944	6650066	276020682	552055905	15219937	142614713	995243250
	Banco Fassil	2015	USD	ANN	42369	1071727300	0	1253110077	2834016	275860117	1048707594	23019707	171043767	1527110822
	Banco Fassil	2016	USD	ANN	42735	1387037357	1177373837	1585653350	1362360	339038049	1369168230	17869127	197605001	1944590303

	Banco Fassil	2017	USD	ANN	43100	1608672030	1021926368	1801154858	783476	399535190	1581699451	26972579	164051342	2227050028
	Banco Fassil	2018	USD	ANN	43465	1692826292	877464820	1797213901	1693317	317483657	1662465999	30360293	165438480	2275052711
Bolivia	Banco FIE	2014	USD	ANN	42004	1034369065	0	854209209	3037433	192401119	974917279	59451785	27537285	1206624971
	Banco FIE	2015	USD	ANN	42369	1190720861	0	1089894147	4223879	260848893	1130314593	60406268	43481792	1448974689
	Banco FIE	2016	USD	ANN	42735	1332303560	861457063	1260456928	7496039	266765498	1266196788	66106772	61288660	1612699318
	Banco FIE	2017	USD	ANN	43100	1451090538	1451090538	1342805418	8337152	299204096	1377402076	73688463	76083373	1774596999
	Banco FIE	2018	USD	ANN	43465	1654281956	1426040302	1520153687	8998519	354533749	1585407592	68874364	76904044	2045206237
México	Banco Forjadores	2014	USD	ANN	42004	24915139	0	16700611	4285714	12695180	23217923	1697217	4412763	40665309
	Banco Forjadores	2015	USD	ANN	42369	27148084	0	11220904	2072864	3901196	25349994	1798090	3801706	33699803
	Banco Forjadores	2016	USD	ANN	42735	25682842	142079144	12451552	2459893	5103684	23757422	1925420	3700766	33689170
	Banco Forjadores	2017	USD	ANN	43100	30256908	142650272	9777102	3505045	5065856	27014760	3242148	4241573	37689970
	Banco Forjadores	2018	USD	ANN	43465	33350306	136623453	11710794	5876235	4276986	28360489	4989817	4887984	39052953
Bolivia	Banco Fortaleza	2014	USD	ANN	42004	211325054	0	231185865	599139	53580390	202931219	8393836	16353739	277849641
	Banco Fortaleza	2015	USD	ANN	42369	264892002	0	295760229	1482181	85219998	255691193	9200809	8051829	353260420
	Banco Fortaleza	2016	USD	ANN	42735	321505079	0	334030072	1248962	77145662	310332074	11173006	20963430	412373434
	Banco Fortaleza	2017	USD	ANN	43100	375328117	0	388575292	855684	80349356	363061771	12266346	50354113	497633666
	Banco Fortaleza	2018	USD	ANN	43465	409190508	0	418511225	1226241	81293202	399524527	9665981	38982845	525435387
Honduras	Banco Popular	2014	USD	ANN	42004	45983941	0	21408606	1587107	11559731	42220021	3763920	2398337	57889668
	Banco Popular	2015	USD	ANN	42369	44457589	0	22113391	1882166	9924713	41430925	3026664	2530997	55792093
	Banco Popular	2016	USD	ANN	42735	50105223	51997828	24918075	1513918	11130844	48153638	1951584	2974435	63714738
	Banco Popular	2017	USD	ANN	43100	66038149	70412776	28274997	983248	10864909	63937019	2101130	5405683	82152132
	Banco Popular	2018	USD	ANN	43465	86658986	97998646	37915425	1302883	15734714	83493244	3165742	8510211	109769317
Bolivia	BANCO PRODEM	2014	USD	ANN	42004	739956202	0	749348062	2959857	140784288	691986042	47970160	36354415	879343702
	BANCO PRODEM	2015	USD	ANN	42369	845168777	0	858968454	5114414	153338596	794872729	50296048	57527647	1014699907
	BANCO PRODEM	2016	USD	ANN	42735	942446904	638588487	927803162	3666050	166485402	889066363	53380541	46497259	1110830505
	BANCO PRODEM	2017	USD	ANN	43100	1043944629	653397942	991222187	6019957	158962646	987549359	56395270	58324243	1213044112
	BANCO PRODEM	2018	USD	ANN	43465	1167610115	682512653	1077375141	6032043	138234504	1106876021	60734094	63060063	1315705225
Bolivia	Banco Pyme de la Comunidad	2014	USD	ANN	42004	97574107	0	90322935	439620	27635313	93316305	4257801	2039493	124965169
	Banco Pyme de la Comunidad	2015	USD	ANN	42369	114124568	0	103354275	431757	26137933	109153498	4971069	1912821	139316778
	Banco Pyme de la Comunidad	2016	USD	ANN	42735	128838978	87279209	119414750	272441	27715075	122732721	6106257	2741560	155984783
	Banco Pyme de la Comunidad	2017	USD	ANN	43100	134802225	77358420	128077666	260062	33050629	126117184	8685042	3610217	165425958
	Banco Pyme de la Comunidad	2018	USD	ANN	43465	134582296	63656282	128221144	424970	33118693	125160490	9421806	4644379	165306750
Bolivia	Banco PYME EcoFuturo	2014	USD	ANN	42004	335399352	0	295691773	2063551	34408398	321809987	13589365	10227009	375815159
	Banco PYME EcoFuturo	2015	USD	ANN	42369	382092943	0	342274716	2790832	37609625	366402473	15690470	10975303	426300462
	Banco PYME EcoFuturo	2016	USD	ANN	42735	407473047	0	391578379	5028160	61749908	390450036	17023011	17347666	483817198
	Banco PYME EcoFuturo	2017	USD	ANN	43100	419543021	215598701	387989116	6798642	47855720	401918996	17624024	22461280	492725894
	Banco PYME EcoFuturo	2018	USD	ANN	43465	454811996	243230805	408025552	8504952	46091604	437303445	17508551	19650874	524658641
Ecuador	Banco Solidario	2014	USD	ANN	42004	626217092	0	473495000	13670941	117974000	531629000	41386000	73101000	737476000
	Banco Solidario	2015	USD	ANN	42369	554823978	0	414548766	16719981	134509859	510554954	44269024	17051874	674750516
	Banco Solidario	2016	USD	ANN	42735	537300247	658002846	388611653	16541831	152521162	487820903	49479344	25863662	677587517
	Banco Solidario	2017	USD	ANN	43100	584054712	731196284	402815341	11999316	159327471	523440167	60614545	26939766	720162200
	Banco Solidario	2018	USD	ANN	43465	643832001	802150873	427406840	10969593	166390717	574795023	69036978	31252176	781940783
Colombia	Banco W	2014	USD	ANN	42004	314011978	0	136352361	17073280	6969198	299034732	14977247	87095224	399257270
	Banco W	2015	USD	ANN	42369	277754867	0	122890405	8880435	9400315	261294615	16460252	72100022	350142902
	Banco W	2016	USD	ANN	42735	345545580	320979018	182720441	14224499	21260476	327630820	17914760	84469133	440360175
	Banco W	2017	USD	ANN	43100	384622679	347862205	235723285	17034065	24121095	357509417	27113262	92419493	480275106
	Banco W	2018	USD	ANN	43465	371610095	349327070	202488335	21172044	28823888	344637650	26972445	73775089	452558291
Ecuador	BANCODESARROLLO	2014	USD	ANN	42004	100889288	0	86684377	329248	13505789	93486835	7402453	9431317	120074063
	BANCODESARROLLO	2015	USD	ANN	42369	110806998	0	92840473	471425	28260196	102150999	8655999	6453968	140510059
	BANCODESARROLLO	2016	USD	ANN	42735	122423308	82018481	115053534	888199	37434041	112043018	10380290	6085843	160033350
	BANCODESARROLLO	2017	USD	ANN	43100	139728274	90743733	123679720	1149678	29509575	128451249	11277025	6201286	168202840
	BANCODESARROLLO	2018	USD	ANN	43465	139813332	0	120537637	1868967	31875367	126836020	12977312	6174301	169168771
Colombia	BanCompartir	2014	USD	ANN	42004	257979732	0	217445035	12093230	32767956	237108582	20871150	11110408	282860794
	BanCompartir	2015	USD	ANN	42369	225801577	0	190612934	9818553	29673817	210384858	15416719	8510726	251474448
	BanCompartir	2016	USD	ANN	42735	245050300	153412512	214840773	8752130	30148901	226381079	18669221	20275816	280108594
	BanCompartir	2017	USD	ANN	43100	257346787	0	232281397	11418753	33215967	236740306	20606481	31386732	304002522
	BanCompartir	2018	USD	ANN	43465	243225874	177635059	220540521	13219059	37332639	223232217	19993657	35381231	298164423
Bolivia	BancoSol	2014	USD	ANN	42004	1052367409	0	882973592	2174826	203127841	1007909518	44457891	38880850	1269587267
	BancoSol	2015	USD	ANN	42369	1174208251	0	1005049380	4359903	218406826	1125879264	48328986	62054300	1426098158
	BancoSol	2016	USD	ANN	42735	1304780971	914211136	1114130872	5063352	232701197	1255725770	49055201	71815870	1579720647
	BancoSol	2017	USD	ANN	43100	1450090976	994788128	1210939076	6087984	265619418	1395378131	54712845	65152223	1748819656
	BancoSol	2018	USD	ANN	43465	1610219076	1086278349	1406371127	5021959	312762170	1559637383	50581693	53071604	1952155089
Venezuela	BanGente	2014	USD	ANN	42004	360518941	0	359552950	1217938	63001960	349341802	11177138	10093201	426886405
	BanGente	2015	USD	ANN	42369	686897335	0	778460560	0	136578416	666093919	20803416	68982776	877371987
	BanGente	2016	USD	ANN	42735	735119826	0	875151677	0	148079543	708916710	26203116	102532284	966659748
	BanGente	2017	USD	ANN	43100	918474744	0	3771958231	0	2730826683	880737369	37737375	297831885	3962955165
	BanGente	2018	USD	ANN	43465	354	0	15115247	0	9199637	138	216	6832915	16033198
Filipinas	Bangko Kabayan	2014	USD	ANN	42004	32947161	0	39218746	19019	12650947	32318825	628336	7462238	55233162
	Bangko Kabayan	2015	USD	ANN	42369	30286012	0	40478347	38228	16796021	29606488	679524	6299681	55305645
	Bangko Kabayan	2016	USD	ANN	42735	27639965	32946080	42440174	62455	18142823	26997150	642815	5344200	55370405
	Bangko Kabayan	2017	USD	ANN	43100	33513764	41738652	46071163	158802	11422937	32970766	542997	8399169	57165931
	Bangko Kabayan	2018	USD	ANN	43465	36223967	50649122	46822875	116317	12124526	35538107	685859	9328425	59037724
Filipinas	Bangko Mabuhay	2014	USD	ANN	42004	9860359	0	22556961	18508	8966730	9168854	691505	8358176	27766490
	Bangko Mabuhay	2015	USD	ANN	42369	9959059	0	23470865	0	11020029	9081499	877559	8235144	29458215
	Bangko Mabuhay	2016	USD	ANN	42735	10496826	9297303	25322582	0	11219528	9439036	1057791	10014127	31687858

	Bangko Mabuhay	2017	USD	ANN	43100	10376077	192	27191811	44034	12305055	9066021	1310056	9536561	33470054
	Bangko Mabuhay	2018	USD	ANN	43465	11195170	9072469	28979925	0	14139360	9998285	1196885	8864685	35571375
Tayikistán	Bank Arvand	2014	USD	ANN	42004	39840289	0	4438883	101387	3363164	39302257	538032	1806255	47113203
	Bank Arvand	2015	USD	ANN	42369	31276602	0	4793943	359192	9328221	29882229	1394373	6287136	47583094
	Bank Arvand	2016	USD	ANN	42735	26181859	31014977	6146368	267312	3651943	23814744	2367115	3767863	33047914
	Bank Arvand	2017	USD	ANN	43100	24573597	30435998	8255952	404923	4579221	22766712	1806886	3477717	32631515
	Bank Arvand	2018	USD	ANN	43465	29805155	42559433	8780780	196361	3987259	28597311	1207844	3914809	38984618
Tayikistán	Bank Eskhata	2014	USD	ANN	42004	170024520	0	80855458	2714546	61307656	167131284	2893236	15801837	257543329
	Bank Eskhata	2015	USD	ANN	42369	132663284	0	77281611	2854994	74506594	124212024	8451260	16352854	226401326
	Bank Eskhata	2016	USD	ANN	42735	129781728	198884220	101732349	2380538	51797673	115452940	14328788	34932729	212941668
	Bank Eskhata	2017	USD	ANN	43100	142141017	218916481	122270037	1913629	65929153	127104256	15036760	26609634	230935260
	Bank Eskhata	2018	USD	ANN	43465	142847596	78767063	93174333	3155195	36931439	130715149	12132447	29234782	207002016
Mali	Baobab Mali SA	2014	USD	ANN	42004	14691709	0	4533511	0	2125577	14674719	16990	3473272	21063410
	Baobab Mali SA	2015	USD	ANN	42369	24298588	0	8868419	730987	2731066	24164532	134055	989915	29499951
	Baobab Mali SA	2016	USD	ANN	42735	35494038	46970409	11690164	1413152	2155223	34250763	1243274	1497890	38812106
	Baobab Mali SA	2017	USD	ANN	43100	41625820	60569402	14718833	1808093	2019135	39298368	2327452	1243088	44032541
	Baobab Mali SA	2018	USD	ANN	43465	45607790	68765398	15015400	3118526	2634972	41957545	3650246	1259973	47116667
Bangladesh	BASTOB	2014	USD	ANN	42185	3508412	0	1372350	0	274833	3435936	72477	1149827	5238378
	BASTOB	2015	USD	ANN	42551	6984428	0	2444276	0	143694	6873746	110683	687988	8170377
	BASTOB	2016	USD	ANN	42916	10787905	16439705	3687786	43223	224338	10639763	148142	1541166	12695915
	BASTOB	2017	USD	ANN	43281	13156886	0	5330909	24162	703425	12859047	297839	3108764	17031250
	BASTOB	2018	USD	ANN	43646	14672017	22361631	6862503	0	419139	14350558	321459	3535686	18707790
Bangladesh	BEES	2014	USD	ANN	42185	29945135	0	9482555	121655	2092434	29253200	691935	7206773	40885126
	BEES	2015	USD	ANN	42551	44907766	0	13218515	120799	964090	43715343	1192423	8459113	53965160
	BEES	2016	USD	ANN	42916	63762304	104374116	17738222	1264697	1552892	62003871	1758433	11577396	76117287
	BEES	2017	USD	ANN	43281	59628748	112012449	18738026	0	2644581	57547362	2081385	14040067	74911852
	BEES	2018	USD	ANN	43646	63806969	109655429	22672134	0	1300489	61530530	2276438	14993452	78630852
Bielorrusia	Belarusky Narodny Bank	2014	USD	ANN	42004	157135117	0	116692531	474444	44222079	153670173	3464944	30142847	237668559
	Belarusky Narodny Bank	2015	USD	ANN	42369	143259453	0	115784454	1622869	45617185	133848104	9411349	22516425	208894385
	Belarusky Narodny Bank	2016	USD	ANN	42735	15080	11931	17289	830	2640	13595	1485	3821	20625183
	Belarusky Narodny Bank	2017	USD	ANN	43100	16482	13348	12752	424	3929	15057	1424	4120	23660
	Belarusky Narodny Bank	2018	USD	ANN	43465	16914	8414	15958	822	4102	16077	837	4693	25399
Indonesia	Bina Artha	2014	USD	ANN	42004	11356118	0	825677	186751	2006650	11166488	189630	722936	14321091
	Bina Artha	2015	USD	ANN	42369	16448483	0	1407843	416662	4843042	16336368	112115	1537851	23451072
	Bina Artha	2016	USD	ANN	42735	25793390	34576310	2920493	745486	1233289	25610831	182559	2492670	30316986
	Bina Artha	2017	USD	ANN	43100	37587979	49538346	4405876	1181021	3307948	37295395	292584	5196207	47170030
	Bina Artha	2018	USD	ANN	43465	52511328	72494296	6590484	0	5715455	51926062	585267	5011104	63857938
Camboya	BORVOR FINANCE	2014	USD	ANN	42004	6933161	0	1501727	0	140066	6848287	84874	90270	7099965
	BORVOR FINANCE	2015	USD	ANN	42369	7424419	0	1848858	2252	407353	7391040	33380	115643	7926860
	BORVOR FINANCE	2016	USD	ANN	42735	7169461	9801774	2334762	0	1546713	7092647	76814	77751	8758401
	BORVOR FINANCE	2017	USD	ANN	43100	8548920	1517525	2226149	100126	340289	8301956	246964	14892	9025473
	BORVOR FINANCE	2018	USD	ANN	43465	7638957	5694858	1182947	0	240240	7425153	213804	155498	8127759
Bangladesh	BRAC Bangladesh	2014	USD	ANN	42004	1170553782	0	438496593	18268968	104936331	1099175954	71377828	15976113	1265144208
	BRAC Bangladesh	2015	USD	ANN	42369	1436605804	0	515221021	23844731	216659408	1375589015	61016789	334940176	2107635711
	BRAC Bangladesh	2016	USD	ANN	42735	1768614342	0	635139242	23064924	188759630	1705704492	62909850	29333660	1972397925
	BRAC Bangladesh	2017	USD	ANN	43100	2027344817	3540716646	723194810	22033409	185349069	1951999806	75345012	45714084	2232821871
	BRAC Bangladesh	2018	USD	ANN	43465	2424664948	0	832390011	0	257916044	2424087210	577738	617702918	3527200208
Bangladesh	BURO Bangladesh	2014	USD	ANN	42185	211835064	0	73274145	1315617	7102975	204197663	7637401	24339286	244272276
	BURO Bangladesh	2015	USD	ANN	42551	311607974	0	98090554	1024099	5237222	301750632	9857342	27977519	346822838
	BURO Bangladesh	2016	USD	ANN	42916	406583156	674693749	128138344	2508863	9682916	395695660	10887495	35133510	455502561
	BURO Bangladesh	2017	USD	ANN	43281	466324137	765602697	151089805	1905926	22822128	450865348	15458789	45650461	535787156
	BURO Bangladesh	2018	USD	ANN	43646	704824980	1089104993	205877200	2599699	28876154	681322150	23502830	58128120	793444234
Ecuador	CACMU	2014	USD	ANN	42004	15181270	0	9495707	0	3047125	14686323	494947	959803	19815454
	CACMU	2015	USD	ANN	42369	18201984	0	11188903	0	2357197	17560559	641425	1578496	22645684
	CACMU	2016	USD	ANN	42735	19996021	20278984	14006925	0	1765726	19235614	760407	2597171	24835684
	CACMU	2017	USD	ANN	43100	22351946	20674377	17808398	91558	3869818	21472162	879784	3849777	30657203
	CACMU	2018	USD	ANN	43465	24818210	17168985	17654307	66919	2807286	23727483	1090727	3818604	31792757
Ecuador	CACPE Pastaza	2014	USD	ANN	42004	58578565	0	59450518	103505	17459543	55786535	2792030	1924679	76042770
	CACPE Pastaza	2015	USD	ANN	42369	62472953	0	58972233	44256	16865862	59509135	2963818	2299075	80010643
	CACPE Pastaza	2016	USD	ANN	42735	63745032	48354469	70906064	292523	27553652	60674922	3070110	3049821	93285165
	CACPE Pastaza	2017	USD	ANN	43100	82347706	71500650	85493260	0	25727734	79270109	3077597	4072587	111773515
	CACPE Pastaza	2018	USD	ANN	43465	110065693	0	101900115	262384	23370455	106952675	3113018	4998285	138709113
Ecuador	CACPE ZAMORA	2014	USD	ANN	42004	23366887	0	21921857	2757	5793530	22117953	1248934	722470	30066526
	CACPE ZAMORA	2015	USD	ANN	42369	23951541	0	22407720	0	5806288	22573722	1377819	771432	30606102
	CACPE ZAMORA	2016	USD	ANN	42735	22857686	15641184	23547898	119388	5329408	21273266	1584420	2876421	30842222
	CACPE ZAMORA	2017	USD	ANN	43100	27090115	22706228	28114116	177634	8491451	25569250	1520865	771214	36194790
	CACPE ZAMORA	2018	USD	ANN	43465	32476939	0	30941341	334298	6778741	31054956	1421983	748819	39917137
Chile	CamCCUL	2014	USD	ANN	42004	187627815	0	239901181	1409926	45103274	173245270	14382545	66264164	306005120
	CamCCUL	2015	USD	ANN	42369	207514853	0	256486087	338064	54720760	193349947	14164907	67427857	341021511
	CamCCUL	2016	USD	ANN	42735	198836024	111542007	234838873	874796	41062187	184535078	14300946	30580929	297469363
	CamCCUL	2017	USD	ANN	43100	234713488	139996832	282377932	381319	50866123	216993091	17720397	31910261	365158273
	CamCCUL	2018	USD	ANN	43465	197349841	90666530	268791905	0	89663365	180205115	17144726	34912218	341562438
México	CAME	2014	USD	ANN	42004	102116298	0	38911801	14347212	18408084	97529134	4587164	13366406	138428430
	CAME	2015	USD	ANN	42369	108682336	0	51650380	3047275	22491848	104182991	4499345	12471600	147108797
	CAME	2016	USD	ANN	42735	95464340	461148604	55692432	10479273	25035318	91445351	4018989	8754652	132469195

	CAME	2017	USD	ANN	43100	117353750	570152629	66356832	11288164	12052695	111276674	6077075	17794716	156306912
	CAME	2018	USD	ANN	43465	120241471	591498815	64434607	15821789	14783406	113736341	6505130	23049719	162407654
Filipinas	CARD Bank	2014	USD	ANN	42004	98313351	0	78692162	1608386	17397409	94331640	3981711	16597242	137719623
	CARD Bank	2015	USD	ANN	42369	114653312	0	96159526	0	38013254	109859636	4793676	13358911	172309121
	CARD Bank	2016	USD	ANN	42735	130562372	370629332	120322209	0	41753284	125187387	5374985	24826683	202959406
	CARD Bank	2017	USD	ANN	43100	158885055	441168849	160322954	0	46921911	153752719	5132336	31738227	242779710
	CARD Bank	2018	USD	ANN	43465	196221917	531368117	195039039	0	53553517	198271904	2049987	27323137	288325876
Filipinas	CARD NGO	2014	USD	ANN	42004	96868188	0	43992922	393466	18333494	93708471	3159717	18876007	133169203
	CARD NGO	2015	USD	ANN	42369	104104757	0	48431696	0	18763881	101064480	3040277	32800846	154695444
	CARD NGO	2016	USD	ANN	42735	123874853	0	58754319	0	14198341	121396727	2478126	41589982	180235767
	CARD NGO	2017	USD	ANN	43100	147376525	0	72572266	0	27447322	145280964	2095561	42520211	217823301
	CARD NGO	2018	USD	ANN	43465	156528485	0	83402555	0	35730531	156528485	0	49094170	242729920
Bangladesh	CDIP	2014	USD	ANN	42185	35496979	0	17337176	31604	5116763	35029551	467428	310927	41390593
	CDIP	2015	USD	ANN	42551	45179646	0	21492973	61737	606131	44588193	591453	4931622	51505108
	CDIP	2016	USD	ANN	42916	56112383	103208658	26185347	11980	1205150	55379736	732647	6798696	64804758
	CDIP	2017	USD	ANN	43281	60888170	0	29469272	0	2168137	60013707	874463	9534489	73110919
	CDIP	2018	USD	ANN	43646	75547847	179673786	35346665	128734	2294421	74129139	1418708	7910599	85761771
Madagascar	CECAM	2014	USD	ANN	42004	24083232	0	9784628	666146	5040347	22910368	1172865	2379983	33702354
	CECAM	2015	USD	ANN	42369	18898093	0	9169206	358657	4870274	17847089	1051004	2000998	27376706
	CECAM	2016	USD	ANN	42735	21186898	40364606	10810320	121523	4801683	20024844	1162054	2128472	29354254
	CECAM	2017	USD	ANN	43100	24153235	40140234	10154317	109642	3290715	22534967	1618268	2444489	30761288
	CECAM	2018	USD	ANN	43465	23852151	47944061	9482487	489729	3201457	22322993	1529158	2884948	31039377
Uganda	Centenary Bank	2014	USD	ANN	42004	307680536	0	426977682	0	226600954	300523326	7157211	16185038	592026264
	Centenary Bank	2015	USD	ANN	42369	307864245	0	409492388	0	210300734	302021123	5843123	13161219	584487968
	Centenary Bank	2016	USD	ANN	42735	353033409	0	452658623	0	221725589	346391667	6641742	17263386	642906527
	Centenary Bank	2017	USD	ANN	43100	377543998	308430383	528128203	5015993	304558441	367544634	9999364	20537768	746671219
	Centenary Bank	2018	USD	ANN	43465	419322928	348361866	616060265	5626722	85524144	411550887	7772042	306259212	855468770
Vietnam	CEP	2014	USD	ANN	42004	85256590	0	33240706	20416	732513	84914847	341912	923788	86768485
	CEP	2015	USD	ANN	42369	108275125	0	39743309	19747	2467706	107719256	555870	1478413	111849994
	CEP	2016	USD	ANN	42735	121291756	249763213	45619782	58522	3041855	120485671	806084	1487497	125131955
	CEP	2017	USD	ANN	43100	133707151	280223971	68450477	45058	9887410	132500512	1206639	1199050	143739868
	CEP	2018	USD	ANN	43465	161189252	321204423	86730088	68919	12436324	159792586	1396667	1570039	173933076
Filipinas	CEVI	2014	USD	ANN	41912	4762808	0	881204	230320	1072304	4572684	190123	715066	6570180
	CEVI	2015	USD	ANN	42277	6164034	0	929722	163287	1316721	6056488	107546	446815	7974299
	CEVI	2016	USD	ANN	42643	7743917	0	1024474	262395	1313350	7620749	123167	835771	9930860
	CEVI	2017	USD	ANN	43008	9350773	20279856	1181717	359305	1250901	9224077	126696	588725	11226790
	CEVI	2018	USD	ANN	43373	8767465	20062298	1267914	550661	1584816	8331579	435887	697303	10797840
Camboya	Chamroeun	2014	USD	ANN	42004	7462376	0	552489	13027	632909	7424416	37960	1631986	9831460
	Chamroeun	2015	USD	ANN	42369	8737384	0	227796	33093	372082	8538834	198550	2431935	11907117
	Chamroeun	2016	USD	ANN	42735	8343689	14047982	216693	157727	3308741	8059036	284652	477552	11957141
	Chamroeun	2017	USD	ANN	43100	10335353	16330394	239781	71106	1704968	10073400	261953	401539	12284770
	Chamroeun	2018	USD	ANN	43465	13940441	20419661	161596	185506	2664711	13629872	310569	448729	16807515
Perú	CMAC Arequipa	2014	USD	ANN	42004	944617092	0	973404894	41368831	277131754	851446196	93170896	51523709	1202790841
	CMAC Arequipa	2015	USD	ANN	42369	946348252	0	977381068	27386652	268024771	857345848	89002404	145165370	1289891222
	CMAC Arequipa	2016	USD	ANN	42735	1111631130	1238568474	1103706052	29058763	293115162	1021181783	90449347	43529439	1380908394
	CMAC Arequipa	2017	USD	ANN	43100	1282284209	1415553109	1218696369	34968142	294528629	1183544147	98740062	43506621	1551950372
	CMAC Arequipa	2018	USD	ANN	43465	1390344409	1664842349	1317810610	35321057	274335527	1280271578	110072830	37782887	1625713794
Perú	CMAC Cusco	2014	USD	ANN	42004	497540600	0	475470598	4590873	99299479	468128526	29412074	9243147	594178148
	CMAC Cusco	2015	USD	ANN	42369	502182603	0	488620058	4574869	123640703	468422421	33760183	10428745	618962191
	CMAC Cusco	2016	USD	ANN	42735	590982964	0	541019777	7214971	104435782	550498645	40484319	12793626	684670227
	CMAC Cusco	2017	USD	ANN	43100	716678393	0	658245065	7575927	138530854	669415874	47262519	16872214	843055578
	CMAC Cusco	2018	USD	ANN	43465	803053221	0	771428069	10481346	177311761	749183187	53870034	19533410	966659717
Perú	CMAC Del Santa	2014	USD	ANN	42004	54354275	0	61237701	3178728	22263517	45554504	8799771	4713963	74173649
	CMAC Del Santa	2015	USD	ANN	42369	46133483	0	53955570	2661657	19224514	38996877	7136606	4779402	65305916
	CMAC Del Santa	2016	USD	ANN	42735	41464597	0	48403242	2997932	16592656	34400003	7064594	4370664	57823462
	CMAC Del Santa	2017	USD	ANN	43100	35456149	0	46345333	3037749	18629881	28915112	6541037	5541523	55200944
	CMAC Del Santa	2018	USD	ANN	43465	30310242	0	42651388	1192811	20308510	23530075	6780167	4622795	50320805
Perú	CMAC Huancayo	2014	USD	ANN	42004	532271123	0	434069657	2748836	57989318	502640314	29630809	17564967	587797321
	CMAC Huancayo	2015	USD	ANN	42369	577846350	0	448065097	2281369	56885890	548210518	29635832	15300901	630134422
	CMAC Huancayo	2016	USD	ANN	42735	762799904	0	660267292	4596855	114726184	725530203	37269701	18812628	871462652
	CMAC Huancayo	2017	USD	ANN	43100	966649987	0	828075900	8240856	124325518	916897681	49752306	25039086	1081194658
	CMAC Huancayo	2018	USD	ANN	43465	1115643242	0	924511550	12510275	96203962	1057747648	57895594	45163600	1217897187
Perú	CMAC Ica	2014	USD	ANN	42004	225646245	0	226029673	5953169	66887347	203400954	22245291	13019957	291011047
	CMAC Ica	2015	USD	ANN	42369	195761702	0	193213098	5032011	61571543	175447750	20313952	7638096	252462012
	CMAC Ica	2016	USD	ANN	42735	213275690	0	204067296	4798444	52218868	192282184	20993506	16115910	270137744
	CMAC Ica	2017	USD	ANN	43100	258121774	274404115	247385830	4973640	48372021	236190114	21931659	20256619	317756417
	CMAC Ica	2018	USD	ANN	43465	283719173	314276755	285078798	5315567	47921273	261112053	22607120	36807424	359736355
Perú	CMAC Maynas	2014	USD	ANN	42004	108680632	0	106114795	4572729	27006737	98076981	10603651	7540472	137713368
	CMAC Maynas	2015	USD	ANN	42369	97187896	0	95277642	1341258	22950281	89329438	7858457	3540919	120024915
	CMAC Maynas	2016	USD	ANN	42735	101152654	0	100233016	1882619	24723082	91013597	10139057	5428269	125873552
	CMAC Maynas	2017	USD	ANN	43100	104385358	0	99235426	2788620	22928255	93755025	10630333	5504483	126987599
	CMAC Maynas	2018	USD	ANN	43465	113875522	0	101437672	2889950	17193817	103927134	9948388	5353373	131472930
Perú	CMAC Paita	2014	USD	ANN	42004	62179984	0	64367471	3785792	16039247	53261483	8918501	4769491	80160705
	CMAC Paita	2015	USD	ANN	42369	48982644	0	50457526	2161602	14601161	41020580	7962064	2760809	63527701
	CMAC Paita	2016	USD	ANN	42735	43745215	0	47608770	4664892	15679963	37573599	6171616	6183572	60838871

	CMAC Paita	2017	USD	ANN	43100	41573782	0	43370504	2533734	12799228	35630562	5943220	7489930	57160172
	CMAC Paita	2018	USD	ANN	43465	35898413	0	39857265	2887036	13807163	30804416	5093998	4033447	52782076
Perú	CMAC Piura	2014	USD	ANN	42004	667968610	0	772037753	20838920	249993601	616487057	51481554	26085645	924097065
	CMAC Piura	2015	USD	ANN	42369	601255067	0	703552198	20474816	248382391	557343329	43911738	19383972	852396100
	CMAC Piura	2016	USD	ANN	42735	757109772	0	809107089	9525389	211256524	702581661	54528111	26815824	971321296
	CMAC Piura	2017	USD	ANN	43100	971317569	0	1025827604	10691861	264460767	899179353	72138217	40123226	1238190910
	CMAC Piura	2018	USD	ANN	43465	1055137201	0	1219716103	4410696	395200030	964079200	91058002	42252087	1444543423
Perú	CMAC Sullana	2014	USD	ANN	42004	539109638	0	489504213	19620757	142980009	504232011	34877627	21346580	684761268
	CMAC Sullana	2015	USD	ANN	42369	583355718	0	555178645	15116950	155106360	545895304	37460414	22605116	737813316
	CMAC Sullana	2016	USD	ANN	42735	758241647	0	736276634	11404528	222654817	710580205	47661442	28894636	980925694
	CMAC Sullana	2017	USD	ANN	43100	834785740	923214283	787467786	24681491	212423497	770602577	64183163	40606557	1045109325
	CMAC Sullana	2018	USD	ANN	43465	668870714	0	720737959	22347112	286109467	568700592	100170122	46684615	922984320
Perú	CMAC Tacna	2014	USD	ANN	42004	223448550	0	218922876	2271967	66667655	204367727	19080822	5913488	291817923
	CMAC Tacna	2015	USD	ANN	42369	182316046	0	187477245	1280324	56576370	162035489	20280557	6706192	238356116
	CMAC Tacna	2016	USD	ANN	42735	203472693	0	208558507	11163721	49976943	186644261	16828432	7449058	257505804
	CMAC Tacna	2017	USD	ANN	43100	236506203	0	240980482	6896580	52782157	218334077	18172125	7794559	292347776
	CMAC Tacna	2018	USD	ANN	43465	246825375	0	252296192	6066684	60017802	226173193	20652182	8311344	307708507
Perú	CMAC Trujillo	2014	USD	ANN	42004	467152664	0	477729113	12769271	165286847	424482529	42670134	30451371	627909623
	CMAC Trujillo	2015	USD	ANN	42369	398641223	0	397890945	13355189	144464423	355378645	43262578	26650322	532967113
	CMAC Trujillo	2016	USD	ANN	42735	429753563	0	442635538	16830788	152991034	391693447	38060116	29548916	585356725
	CMAC Trujillo	2017	USD	ANN	43100	478118587	0	488587526	12730101	152113211	439638975	38479612	33942284	641294391
	CMAC Trujillo	2018	USD	ANN	43465	468143776	0	528046962	12236551	206855983	428671314	39472462	30281440	679335783
Perú	CMCP Lima	2014	USD	ANN	42004	172960803	0	153206514	16184551	38756976	158671093	14289709	17892604	224623760
	CMCP Lima	2015	USD	ANN	42369	129318749	0	130889431	8560311	26515250	116314494	13004255	17553899	167952575
	CMCP Lima	2016	USD	ANN	42735	113562914	0	113348753	7566967	22758037	101704075	11858839	23046915	153345253
	CMCP Lima	2017	USD	ANN	43100	114935183	0	107020911	10377564	27122849	103387264	11547919	15124245	150680777
	CMCP Lima	2018	USD	ANN	43465	110019843	0	108222339	3620620	33495786	94964453	15055390	15473202	148339952
Ecuador	COAC 23 de Julio	2014	USD	ANN	42004	100743771	0	90457243	0	19037982	95138879	5604892	1742847	120308141
	COAC 23 de Julio	2015	USD	ANN	42369	99470046	0	85329091	579277	19357218	91662052	7807994	1975931	117974663
	COAC 23 de Julio	2016	USD	ANN	42735	88366110	39810323	96637944	663888	43191465	78562089	9804021	2297527	129815213
	COAC 23 de Julio	2017	USD	ANN	43100	92720904	55683195	106151391	1232535	44652286	83981085	8739819	2902153	138284611
	COAC 23 de Julio	2018	USD	ANN	43465	136631977	0	126616852	1241087	40528735	127705298	8926679	3976635	179156886
Ecuador	COAC 29 de Octubre	2014	USD	ANN	42004	264014262	0	318300768	289180	109187204	247305244	16709018	16172178	382618950
	COAC 29 de Octubre	2015	USD	ANN	42369	260376255	0	273457847	5957006	73348353	242686957	17689298	13482452	339752445
	COAC 29 de Octubre	2016	USD	ANN	42735	245441370	127509862	285912309	4917100	54372606	226912204	18529166	60269466	354485210
	COAC 29 de Octubre	2017	USD	ANN	43100	288803815	160073674	351194300	2578764	69075032	271180103	17623712	74049474	427334478
	COAC 29 de Octubre	2018	USD	ANN	43465	353418151	0	405317500	5049163	39699245	338794223	14623928	100929804	492720653
Ecuador	COAC 4 de Octubre	2014	USD	ANN	42004	17655240	0	10712931	176766	1607744	16614757	1040483	358158	19379019
	COAC 4 de Octubre	2015	USD	ANN	42369	14761420	0	9562456	152246	2161849	13481878	1279542	394716	16805228
	COAC 4 de Octubre	2016	USD	ANN	42735	14764172	12679164	11350071	230936	2261767	13530732	1233440	556060	17060427
	COAC 4 de Octubre	2017	USD	ANN	43100	19570760	18684360	13356121	153175	3459571	18151908	1418852	464775	22930767
	COAC 4 de Octubre	2018	USD	ANN	43465	24274490	0	14474580	415206	3471646	23127567	1146923	1505943	29499465
Ecuador	COAC Atuntaqui	2014	USD	ANN	42004	104790436	0	96390826	49090	23005167	100252794	4537642	1655309	127323126
	COAC Atuntaqui	2015	USD	ANN	42369	113426970	0	99634973	1078826	18469158	107859859	5567111	1622007	131130364
	COAC Atuntaqui	2016	USD	ANN	42735	114268841	65079154	120117042	1811111	17506022	108094847	6173994	22860048	152237840
	COAC Atuntaqui	2017	USD	ANN	43100	125878790	82214252	138240498	787168	19664107	119794340	6084450	29583821	172569686
	COAC Atuntaqui	2018	USD	ANN	43465	138044976	0	147681580	1236358	17075501	132781282	5263694	32259252	185549184
Ecuador	COAC Chone	2014	USD	ANN	42004	29820676	0	30370609	9618	10499912	27434106	2386570	1056520	40280828
	COAC Chone	2015	USD	ANN	42369	30742868	0	29943235	339697	10671433	28150286	2592582	4968689	46664597
	COAC Chone	2016	USD	ANN	42735	33553144	22828128	34843354	473485	9624365	30846475	2706669	5967973	49127470
	COAC Chone	2017	USD	ANN	43100	38964264	36310553	42538915	314128	11899159	36392612	2571652	8299965	58021201
	COAC Chone	2018	USD	ANN	43465	47987487	0	43991473	477234	6180854	45883791	2103696	10568882	64497800
Ecuador	COAC Fernando Daquilema	2014	USD	ANN	42004	34279323	0	31042729	0	4035613	32407390	1871933	1402500	39079856
	COAC Fernando Daquilema	2015	USD	ANN	42369	42261923	0	38451163	0	5963206	39463250	2798673	1485099	49044748
	COAC Fernando Daquilema	2016	USD	ANN	42735	48946748	54734644	50308652	438533	11986531	45434974	3511774	1273292	61930013
	COAC Fernando Daquilema	2017	USD	ANN	43100	80626777	87433568	73547980	556560	13336174	76786824	3839953	2279352	96698585
	COAC Fernando Daquilema	2018	USD	ANN	43465	115167311	0	105500782	424644	15359296	109842542	5324769	8603428	138522911
Ecuador	COAC Guaranda	2014	USD	ANN	42004	31165701	0	29499535	180933	6048013	29473962	1691739	539500	36681680
	COAC Guaranda	2015	USD	ANN	42369	34374488	0	29313460	339004	4827843	32293471	2081017	684008	38667171
	COAC Guaranda	2016	USD	ANN	42735	37189184	24968934	35334824	260384	7397174	34610540	2578644	588839	43433507
	COAC Guaranda	2017	USD	ANN	43100	44608318	30677701	40924956	455640	8847571	41531389	3076929	738462	51996475
	COAC Guaranda	2018	USD	ANN	43465	51790274	0	42815972	655065	7681257	48044815	3745459	907808	57625158
Ecuador	COAC Jardín Azuayo	2014	USD	ANN	42004	403290652	0	368140959	887940	59325415	384318573	18972079	5994069	459872453
	COAC Jardín Azuayo	2015	USD	ANN	42369	461530294	0	414377246	1611580	75840789	437251975	24278319	9609822	534874650
	COAC Jardín Azuayo	2016	USD	ANN	42735	495829360	279044058	493352603	1778359	71807478	464202970	31626390	90411499	639156945
	COAC Jardín Azuayo	2017	USD	ANN	43100	569948208	357298012	597539422	1407370	94637504	533469396	36478812	123063573	765797195
	COAC Jardín Azuayo	2018	USD	ANN	43465	693248170	0	658246670	3613933	65343669	652027632	41220538	124702414	857441903
Ecuador	COAC Kullki Wasi	2014	USD	ANN	42004	40232416	0	38691218	0	6199554	38374724	1857692	859695	47928535
	COAC Kullki Wasi	2015	USD	ANN	42369	47640444	0	42563724	0	5697256	44802752	2837692	1392356	54526398
	COAC Kullki Wasi	2016	USD	ANN	42735	49588923	29363289	48733167	507599	8209116	46870487	2718436	996440	59516948
	COAC Kullki Wasi	2017	USD	ANN	43100	57434388	43346632	53824220	606443	7063112	53325949	4108439	1014350	64582338
	COAC Kullki Wasi	2018	USD	ANN	43465	77399782	0	66944142	1295050	8147340	71591839	5807943	4579364	87388398
Ecuador	COAC La Benéfica	2014	USD	ANN	42004	15098478	0	9424664	88178	1249179	14212432	886046	269663	16505785
	COAC La Benéfica	2015	USD	ANN	42369	14178762	0	9392252	109861	1801849	13200630	978132	266006	15962405
	COAC La Benéfica	2016	USD	ANN	42735	15319929	13666111	11872903	160612	3163645	14377673	942256	338639	18763637

	COAC La Benéfica	2017	USD	ANN	43100	23089163	21150928	16429401	166108	3395087	22370974	718189	2909450	29590124
	COAC La Benéfica	2018	USD	ANN	43465	29523097	0	18334505	177657	2053001	28423347	1099750	1820494	33205685
Ecuador	COAC Lucha Campesina	2014	USD	ANN	42004	13728992	0	11541541	0	1956478	13292198	436794	1891367	17840635
	COAC Lucha Campesina	2015	USD	ANN	42369	15409989	0	12967469	0	3449915	14835380	574609	516951	19514348
	COAC Lucha Campesina	2016	USD	ANN	42735	16376750	13131300	16674004	83837	1846771	15741317	635433	4309268	22520516
	COAC Lucha Campesina	2017	USD	ANN	43100	18192510	14391122	19562850	41434	1991453	17398842	793668	4807311	24791513
	COAC Lucha Campesina	2018	USD	ANN	43465	23172093	0	23046226	221385	2042375	22306594	865499	4008130	28928922
Ecuador	COAC Luz del Valle	2014	USD	ANN	42004	31414745	0	26436202	392814	3769946	29468476	1946269	530041	35687460
	COAC Luz del Valle	2015	USD	ANN	42369	34456491	0	27661293	389567	2906361	32506824	1949667	640086	37978696
	COAC Luz del Valle	2016	USD	ANN	42735	35335071	25318793	30897390	831326	3010660	33710450	1624621	3354562	42451019
	COAC Luz del Valle	2017	USD	ANN	43100	41547002	32608047	38233252	576455	2790916	39718802	1828200	7049758	52263182
	COAC Luz del Valle	2018	USD	ANN	43465	47110155	0	44037804	412280	4786414	44487007	2623148	6783339	58630033
Ecuador	COAC Mushuc Runa	2014	USD	ANN	42004	130089333	0	128110180	928270	35408574	116410619	13678714	2264752	157782404
	COAC Mushuc Runa	2015	USD	ANN	42369	132860079	0	126552568	887719	35473521	118242548	14617531	2419914	162248472
	COAC Mushuc Runa	2016	USD	ANN	42735	128760325	110614610	138675564	2910342	53697582	112802074	15958251	4973960	175740008
	COAC Mushuc Runa	2017	USD	ANN	43100	149481126	127807938	150781094	1095424	50054775	133774661	15706465	6243664	193714309
	COAC Mushuc Runa	2018	USD	ANN	43465	176065465	0	169819041	2820063	46823674	162350426	13715039	8701020	225533628
Ecuador	COAC Nueva Huancavilca	2014	USD	ANN	42004	4155757	0	2849315	0	349051	3859301	296456	490759	4863407
	COAC Nueva Huancavilca	2015	USD	ANN	42369	3821316	0	3304566	24021	217486	3520327	300989	622347	4512703
	COAC Nueva Huancavilca	2016	USD	ANN	42735	5319180	6117320	3977321	179018	634909	5208549	110631	568289	6555075
	COAC Nueva Huancavilca	2017	USD	ANN	43100	6895909	7769415	5856377	0	825864	6778085	117824	661200	8409882
	COAC Nueva Huancavilca	2018	USD	ANN	43465	8431517	0	6265284	0	532503	8212219	219298	646815	9511579
Ecuador	COAC Padre Vicente	2014	USD	ANN	42004	1746081	0	1066307	0	155890	1717143	28938	89595	1979816
	COAC Padre Vicente	2015	USD	ANN	42369	1543313	0	782864	0	158769	1512636	30677	132075	1818765
	COAC Padre Vicente	2016	USD	ANN	42735	1627005	1461330	964687	20120	183745	1613509	13496	255179	2066616
	COAC Padre Vicente	2017	USD	ANN	43100	1880366	1703450	1065313	0	158368	1840670	39696	105167	2114521
	COAC Padre Vicente	2018	USD	ANN	43465	2011427	0	1178104	0	139826	1964031	47396	171230	2281443
Ecuador	COAC Riobamba	2014	USD	ANN	42004	178487157	0	186947335	2277690	57705609	174240012	4247145	2674847	239197797
	COAC Riobamba	2015	USD	ANN	42369	185386410	0	183102562	145558	51628492	180250770	5135640	2978792	239659696
	COAC Riobamba	2016	USD	ANN	42735	167950382	105208252	205301650	319447	67837463	162583372	5367010	27945577	264582463
	COAC Riobamba	2017	USD	ANN	43100	160663558	104313541	226546017	468865	56903644	156454498	4209060	68004664	287231967
	COAC Riobamba	2018	USD	ANN	43465	195617632	0	242124221	384436	26633862	191539445	4078187	82541032	306472019
Ecuador	COAC San Antonio	2014	USD	ANN	42004	16436327	0	10955542	6426	1541867	15790667	645660	323323	18629143
	COAC San Antonio	2015	USD	ANN	42369	17176411	0	12791952	119741	2472668	16069003	1107408	407920	19903488
	COAC San Antonio	2016	USD	ANN	42735	18785623	12914215	17027712	235944	1472728	17732630	1052993	4562796	24736843
	COAC San Antonio	2017	USD	ANN	43100	23777608	16803858	20812385	184331	2157636	22675225	1102383	3525459	29298853
	COAC San Antonio	2018	USD	ANN	43465	29745658	0	22919893	112161	2438540	28373682	1371976	3403034	35234432
Ecuador	COAC San José	2014	USD	ANN	42004	70504105	0	75154116	0	24852063	65534940	4969165	1544263	93584729
	COAC San José	2015	USD	ANN	42369	82431367	0	80887082	0	22005299	76549969	5881398	2083122	102172945
	COAC San José	2016	USD	ANN	42735	87922304	76498727	97114901	393190	21888845	80684993	7237311	16924724	121429557
	COAC San José	2017	USD	ANN	43100	101192914	64390244	109991380	215852	18346644	93666310	7526604	22569763	137274164
	COAC San José	2018	USD	ANN	43465	113221729	0	119436003	1460201	19671469	105051483	8170246	24409498	152522611
Ecuador	COAC Santa Anita	2014	USD	ANN	42004	7678652	0	4225245	0	760454	7528234	150418	538210	9309526
	COAC Santa Anita	2015	USD	ANN	42369	7551628	0	5072965	0	1209573	7386201	165427	445696	9572751
	COAC Santa Anita	2016	USD	ANN	42735	8070512	6354088	5714016	91388	575005	7974365	96147	1237168	10295819
	COAC Santa Anita	2017	USD	ANN	43100	8336764	6845226	6426992	50148	597071	8165039	171725	1014708	10325772
	COAC Santa Anita	2018	USD	ANN	43465	8958458	0	7857166	87763	294947	8508481	449977	1596974	10914647
Ecuador	COAC Tulcan	2014	USD	ANN	42004	75639428	0	65560226	0	17234377	70435475	5203953	1571857	90894043
	COAC Tulcan	2015	USD	ANN	42369	88491026	0	72299682	163223	13173114	82279486	6211540	2494652	100125964
	COAC Tulcan	2016	USD	ANN	42735	123395120	74509530	118034614	772608	18596766	116008195	7386925	21504938	160412368
	COAC Tulcan	2017	USD	ANN	43100	123395120	74509530	118034614	772608	18596766	116008195	7386925	21504938	160412368
	COAC Tulcan	2018	USD	ANN	43465	149607715	0	144358500	950670	22662387	141804404	7803311	27783414	198596986
Ecuador	COAC Virgen del Cisne	2014	USD	ANN	42004	12153287	0	10678768	1833	2604768	11783631	369656	140777	14915028
	COAC Virgen del Cisne	2015	USD	ANN	42369	13870516	0	11277256	1782	1677059	13096716	773800	1530465	16660150
	COAC Virgen del Cisne	2016	USD	ANN	42735	17439586	19396921	15033534	3738	1844217	16531827	907759	2472463	21221510
	COAC Virgen del Cisne	2017	USD	ANN	43100	23291068	24112612	19820987	32138	2063299	22074293	1216775	2852335	27393722
	COAC Virgen del Cisne	2018	USD	ANN	43465	31397722	0	26788733	119980	1541272	29964907	1432815	4677039	36680759
Ecuador	Coast Trust	2014	USD	ANN	42185	12157200	0	4748756	0	391778	11642615	514585	906143	13579438
	Coast Trust	2015	USD	ANN	42551	15676854	0	5850854	0	354797	15034463	642392	1046424	17060790
	Coast Trust	2016	USD	ANN	42916	21247991	36333379	7112359	0	399580	20487612	760379	1332185	22853507
	Coast Trust	2017	USD	ANN	43281	22987736	42021102	8007738	391526	938256	22355442	632294	1518355	25539016
	Coast Trust	2018	USD	ANN	43646	26623908	45574964	9633910	0	1618338	25461601	1162307	2974753	30856477
México	Compartamos Banco	2014	USD	ANN	42004	1287236931	5117175832	2376103	106541353	103869654	1227359131	59877800	166802444	1536999321
	Compartamos Banco	2015	USD	ANN	42369	1317762399	4992272203	4498270	97864322	105017301	1250000000	67762399	193425606	1582525952
	Compartamos Banco	2016	USD	ANN	42735	1208437801	4636065574	56171649	122834225	235969142	1126711668	81726133	137029894	1522034716
	Compartamos Banco	2017	USD	ANN	43100	1109827761	4876739246	90172239	192140202	136474164	1032776089	77051672	187132725	1388601824
	Compartamos Banco	2018	USD	ANN	43465	1203004073	4846489860	129837067	113156526	260081466	1134215886	68788187	148065173	1566395112
México	Compartamos Financiera	2014	USD	ANN	42004	315690635	0	61936455	15773306	38976923	287984615	27706020	8060535	340218395
	Compartamos Financiera	2015	USD	ANN	42369	297453457	0	49198811	23630762	22618758	273098490	24354967	8891169	310135857
	Compartamos Financiera	2016	USD	ANN	42735	375211167	658251456	121614197	17709969	37741100	348019290	27191877	12223734	407953596
	Compartamos Financiera	2017	USD	ANN	43100	475912835	0	251141163	21150366	102713451	441992631	33920203	14575762	572960893
	Compartamos Financiera	2018	USD	ANN	43465	595003521	0	328808631	21155700	71033136	553620977	41382544	48562159	689088757
Colombia	Comultrasan	2014	USD	ANN	42004	390598921	0	258902118	4253961	43433489	361705265	28893858	14151827	429325586
	Comultrasan	2015	USD	ANN	42369	312944644	0	203021030	6122506	11278777	281059285	31885359	40410349	340013623
	Comultrasan	2016	USD	ANN	42735	338751212	0	220629325	5438542	14926800	297932054	40819158	40280241	372437400

	Comultrasan	2017	USD	ANN	43100	371702754	236980494	231902448	6122161	9829824	322042606	49660148	43727740	394772520
	Comultrasan	2018	USD	ANN	43465	362621724	0	227169012	20327367	24114548	315098944	47522780	28897738	387652485
Colombia	Confiar	2014	USD	ANN	42004	241183765	0	189855297	3869997	34726598	230172688	11011077	10554010	277656517
	Confiar	2015	USD	ANN	42369	209862989	0	161232016	1861971	29578036	199411130	10451859	5041756	238348477
	Confiar	2016	USD	ANN	42735	240956362	139132643	184329780	3037264	41092938	229328448	11627915	4846103	280090606
	Confiar	2017	USD	ANN	43100	267865478	0	202196089	2763356	47295883	254600418	13265060	4992086	311904283
	Confiar	2018	USD	ANN	43465	274198456	39285050	208693202	0	29164768	237192531	12821326	26085764	297554411
Bolivia	Coop Jesús Nazareno	2014	USD	ANN	42004	157467076	0	191880721	1105176	81347887	146954060	10513016	5927638	243303793
	Coop Jesús Nazareno	2015	USD	ANN	42369	168822179	0	215445460	1051915	89870793	157446477	11375701	8188763	264582826
	Coop Jesús Nazareno	2016	USD	ANN	42735	172815899	0	211706214	2265450	89757088	160773708	12042191	5935604	265730566
	Coop Jesús Nazareno	2017	USD	ANN	43100	183295721	0	182075288	2210925	69617975	169590090	13705631	11294767	259571969
	Coop Jesús Nazareno	2018	USD	ANN	43465	186436859	0	199872572	4381578	82429898	175299018	11137841	9925963	276482899
Ecuador	Coop. Maquita Cushunchic Ltda	2014	USD	ANN	42004	26234569	0	15226380	0	2084799	25279365	955204	1528750	29557192
	Coop. Maquita Cushunchic Ltda	2015	USD	ANN	42369	27706183	0	15466293	0	4657181	26366556	1339627	1101248	32808539
	Coop. Maquita Cushunchic Ltda	2016	USD	ANN	42735	26701374	19717358	17200513	1063636	5804567	25766952	934422	1185813	33480596
	Coop. Maquita Cushunchic Ltda	2017	USD	ANN	43100	28738666	22032772	19367201	468010	5526121	27905900	832766	1138754	35337731
	Coop. Maquita Cushunchic Ltda	2018	USD	ANN	43465	33466529	0	19375789	297607	3411499	32535363	931166	1177574	37919313
Perú	COOPAC Norandino	2014	USD	ANN	42004	7646324	0	4371704	102547	3351006	7184507	461817	1200524	12372492
	COOPAC Norandino	2015	USD	ANN	42369	9815007	0	4538534	109918	2409168	9370587	444421	1571202	14411652
	COOPAC Norandino	2016	USD	ANN	42735	13008230	21071716	5294141	124912	2566443	12386121	622109	1462949	18177219
	COOPAC Norandino	2017	USD	ANN	43100	20195558	28473300	8108626	224864	4518425	19395949	799609	1905600	27992290
	COOPAC Norandino	2018	USD	ANN	43465	22180621	0	9979634	309944	2450236	20791688	1388933	5905384	31248857
Perú	COOPAC Santo Cristo	2014	USD	ANN	42004	69255553	0	60973169	0	24123197	60930830	8324723	1374072	90693356
	COOPAC Santo Cristo	2015	USD	ANN	42369	68181578	0	61564324	0	24544353	60181032	8000546	1254392	89813812
	COOPAC Santo Cristo	2016	USD	ANN	42735	86705501	0	77844247	1040780	26651667	77134444	9571057	2079878	109714613
	COOPAC Santo Cristo	2017	USD	ANN	43100	91975238	0	89938598	843720	39062070	79729939	12245300	2519443	126445815
	COOPAC Santo Cristo	2018	USD	ANN	43465	90620483	0	87653862	0	39421456	77199178	13421305	1196516	123312944
Perú	COOPEC CAHI	2014	USD	ANN	42004	7498888	0	8198880	0	3036108	6810224	688664	35735	10427496
	COOPEC CAHI	2015	USD	ANN	42369	9604751	0	9606513	513317	3469572	8892875	711876	30322	13034638
	COOPEC CAHI	2016	USD	ANN	42735	11698399	9790393	9776231	708019	3005346	10470777	1227622	39118	14267659
	COOPEC CAHI	2017	USD	ANN	43100	10682857	3794535	10422996	674815	5198584	9660313	1022544	110709	15673020
	COOPEC CAHI	2018	USD	ANN	43465	11463523	17299346	11911096	647927	6574404	10447908	1015615	46967	17851991
Colombia	Cooperativa Microempresas de Colombia	2014	USD	ANN	42004	49760784	0	8093453	803623	1598966	48359420	1401569	921193	52004938
	Cooperativa Microempresas de Colombia	2015	USD	ANN	42369	31807904	0	9746973	0	618584	30501989	1305915	2040406	33720168
	Cooperativa Microempresas de Colombia	2016	USD	ANN	42735	55340346	79438285	13825690	152192	1472997	40336277	1151819	2778147	46508939
	Cooperativa Microempresas de Colombia	2017	USD	ANN	43100	61454943	41278489	16806384	0	1217837	44930371	2324612	2718017	49851337
	Cooperativa Microempresas de Colombia	2018	USD	ANN	43465	45210341	0	18741212	0	672005	42576029	2634312	3167870	47725072
Ecuador	COOPROGRESO	2014	USD	ANN	42004	229931808	0	246261694	8820223	80374422	218815612	11116196	9585276	313226763
	COOPROGRESO	2015	USD	ANN	42369	248964800	0	247134710	3608475	79861782	237262137	11702663	9319803	330643009
	COOPROGRESO	2016	USD	ANN	42735	213065684	114435682	292564022	1092059	52619061	197042007	16023677	109505762	364295815
	COOPROGRESO	2017	USD	ANN	43100	273924877	166872997	352375002	1296600	46775220	258834765	15090112	117076192	427848654
	COOPROGRESO	2018	USD	ANN	43465	338319795	0	402813526	3514115	49770220	321603036	16716759	126308848	502877257
Perú	CRAC Los Andes	2014	USD	ANN	42004	53780218	0	42305714	1408671	10401718	50271814	3508404	2213384	64729519
	CRAC Los Andes	2015	USD	ANN	42369	44706407	0	36951466	2376394	8034469	41285036	3421372	2627391	53713091
	CRAC Los Andes	2016	USD	ANN	42735	57035510	0	45459759	948301	9329679	53003511	4031999	13521560	78576873
	CRAC Los Andes	2017	USD	ANN	43100	119172728	141856414	109817340	4811014	18059512	110094760	9077968	6452968	138721607
	CRAC Los Andes	2018	USD	ANN	43465	142145508	0	130433728	2190389	18083432	129839382	12306126	8180736	159763314
Perú	CRAC Raiz	2014	USD	ANN	42004	25593435	0	40100205	2830216	10894388	24997331	596104	8385917	46299635
	CRAC Raiz	2015	USD	ANN	42369	16717982	0	24550016	0	8568195	12724195	3993787	6424667	29261767
	CRAC Raiz	2016	USD	ANN	42735	187930568	0	63056387	4937006	32071301	177867973	10062594	15495281	235847466
	CRAC Raiz	2017	USD	ANN	43100	240508978	297359734	130694932	4261824	37858347	229549251	10959727	15785331	293627577
	CRAC Raiz	2018	USD	ANN	43465	231777435	0	160138229	4001288	44006046	216580520	15196915	11987460	281311476
Perú	CRAC Sipan	2014	USD	ANN	42004	14146453	0	17462213	311149	5942534	13143398	1003056	1147729	20973347
	CRAC Sipan	2015	USD	ANN	42369	12646212	0	15915815	660482	5405980	11598662	1047550	1237033	18925316
	CRAC Sipan	2016	USD	ANN	42735	15010789	0	15700791	1050593	3108264	14188430	822358	1637812	19633589
	CRAC Sipan	2017	USD	ANN	43100	20153746	0	19497963	736556	2927810	18962291	1191455	1664257	24175971
	CRAC Sipan	2018	USD	ANN	43465	18258681	0	20046378	615365	5274335	16449383	1809298	1473801	23675648
Perú	Crediscotia	2014	USD	ANN	42004	1060547157	0	726454850	103522887	182420067	936427759	124119398	136329431	1271077592
	Crediscotia	2015	USD	ANN	42369	985697871	0	679637384	88530278	245376643	865989695	119708176	52440304	1176373935
	Crediscotia	2016	USD	ANN	42735	1026222119	0	698116173	114940538	236731258	900836819	125385299	75079837	1223173134
	Crediscotia	2017	USD	ANN	43100	1203145383	0	832457162	122438760	260872955	1054852500	148292883	61865034	1389002344
	Crediscotia	2018	USD	ANN	43465	1266349354	0	877981822	141793493	266537436	1108788065	157561290	62885875	1448541083
Malawi	CUMO	2014	USD	ANN	42004	966746	0	166546	74992	983101	910260	56486	260434	2332623
	CUMO	2015	USD	ANN	42369	922035	0	141807	0	1191167	837798	84238	127052	2316955
	CUMO	2016	USD	ANN	42735	909335	2757750	140928	0	810863	792812	116523	161944	1881535
	CUMO	2017	USD	ANN	43100	957179	3448549	157361	0	831384	776131	181048	163726	2136762
	CUMO	2018	USD	ANN	43465	1155679	4474634	176999	0	611316	1031303	124376	219258	2202573
Mali	CVECA Pays Dogon	2014	USD	ANN	42004	1639305	0	851789	0	392136	1596961	42344	282809	2492299
	CVECA Pays Dogon	2015	USD	ANN	42369	1588544	0	878642	0	429890	1545053	43491	256731	2379466
	CVECA Pays Dogon	2016	USD	ANN	42735	1945864	2434860	972323	11605	506146	1865466	80398	285923	2783450
	CVECA Pays Dogon	2017	USD	ANN	43100	1951435	2617571	1215385	41176	354817	1854029	97406	363220	2711453
	CVECA Pays Dogon	2018	USD	ANN	43465	1826842	2386739	1167954	43565	641807	1666295	160547	289018	2757830
Filipinas	Dungganon Bank	2014	USD	ANN	42004	2670692	0	1441404	63199	898712	2277679	393013	400278	3740943
	Dungganon Bank	2015	USD	ANN	42369	2365158	0	2117258	66708	1522951	1887157	478001	966935	4483549
	Dungganon Bank	2016	USD	ANN	42735	2407890	4227158	1606987	54548	1268660	1957308	450581	812053	4165985

	Dungganon Bank	2017	USD	ANN	43100	2905944	4833124	2276190	28953	556159	2443955	461989	2012590	5182242
	Dungganon Bank	2018	USD	ANN	43465	3894415	0	2093092	0	1152413	3329816	564599	673247	5241786
Laos	EMI	2014	USD	ANN	42004	5094833	0	5673051	71254	809977	4750557	344276	424042	6104668
	EMI	2015	USD	ANN	42369	4869642	0	7532576	20772	1726038	4579537	290105	1739310	8146828
	EMI	2016	USD	ANN	42735	6721983	8886862	9688112	104994	1988840	6324441	397542	1970514	10338693
	EMI	2017	USD	ANN	43100	8756657	11362627	10494232	104508	911340	8719259	37397	1945401	11762225
	EMI	2018	USD	ANN	43465	10506212	12968183	12506074	196642	1556726	10420332	85880	1690009	13986816
Bangladesh	ESDO	2014	USD	ANN	42185	16319287	0	6506339	0	372862	15731348	587939	1304072	18308485
	ESDO	2015	USD	ANN	42551	23275037	0	9123453	186389	247388	22557621	717416	1593058	25378831
	ESDO	2016	USD	ANN	42916	31005892	54809898	11420345	0	1892287	31005892	0	424477	34333057
	ESDO	2017	USD	ANN	43281	37586722	61212437	12923492	144708	941096	36576453	1010269	2726558	41003700
	ESDO	2018	USD	ANN	43646	45811013	57467964	15978303	118667	3695416	45811013	0	636549	51391094
Kenya	Faulu MFB	2014	USD	ANN	42004	161568984	0	139537438	0	30276123	159863037	1705947	19000419	224207856
	Faulu MFB	2015	USD	ANN	42369	164381987	0	162989707	0	55369869	161950019	2431968	10400495	245620019
	Faulu MFB	2016	USD	ANN	42735	179847803	94670479	169939601	82097	55464227	175650350	4197452	17907256	270704458
	Faulu MFB	2017	USD	ANN	43100	167260745	94456551	159245910	3301973	45377244	164161607	3099138	14309434	247920796
	Faulu MFB	2018	USD	ANN	43465	188247355	0	176081735	0	39451742	166206242	22041113	47661930	267199293
Ghana	Fidelity Bank Ghana Ltd.	2014	USD	ANN	42004	501035651	0	500116593	0	438398641	481950137	19085514	14067576	949518731
	Fidelity Bank Ghana Ltd.	2015	USD	ANN	42369	425359127	0	645629024	0	659810301	385392437	39966691	17323693	1087791350
	Fidelity Bank Ghana Ltd.	2016	USD	ANN	42735	338015654	0	752567991	28346970	224538318	307194626	30821028	421674299	975140654
	Fidelity Bank Ghana Ltd.	2017	USD	ANN	43100	268374179	0	865748578	1248753	338844639	224681400	43692779	588916411	1176815755
	Fidelity Bank Ghana Ltd.	2018	USD	ANN	43465	289688163	0	909456939	0	358718163	0	0	760903673	1431800612
Costa de Marfil	FIDRA	2014	USD	ANN	42004	9884002	0	18806904	2917	10820354	9874345	9657	4552640	27354403
	FIDRA	2015	USD	ANN	42369	10291271	0	21969440	6418	7931893	10283087	8183	9588653	30017906
	FIDRA	2016	USD	ANN	42735	11517083	31600251	24548887	1777	8122054	11512062	5021	11216949	34339436
	FIDRA	2017	USD	ANN	43100	19545735	43164542	35217626	4570	10378160	19527883	17852	13388782	48294575
	FIDRA	2018	USD	ANN	43465	31816705	44958022	42434667	2287	13374479	31788084	28622	9131998	62612982
México	FinAmigo	2014	USD	ANN	42004	8974881	0	10074813	794812	449762	8069518	905363	3879769	13450713
	FinAmigo	2015	USD	ANN	42369	8656920	0	8605652	625503	407324	8053979	602941	2887428	12276701
	FinAmigo	2016	USD	ANN	42735	5266972	0	7825796	421979	636644	4001495	1265477	6960463	13539634
	FinAmigo	2017	USD	ANN	43100	4066320	0	8214998	1139352	726029	3363859	702461	7244369	12999702
	FinAmigo	2018	USD	ANN	43465	5586914	0	13212322	3364327	849084	5111965	474949	8921334	16220876
Perú	Financiera Confianza	2014	USD	ANN	42004	452643144	0	325925753	22272665	55145819	432418729	20224415	60463880	562382943
	Financiera Confianza	2015	USD	ANN	42369	446681654	0	272861290	20639316	65371848	429907167	16774487	29404856	536954252
	Financiera Confianza	2016	USD	ANN	42735	458048379	593933790	279976987	17642362	49242472	438068693	19979685	40566392	538457421
	Financiera Confianza	2017	USD	ANN	43100	480656820	628734511	317238957	21185596	68811350	458284734	22372086	37759131	573829141
	Financiera Confianza	2018	USD	ANN	43465	493422752	685422300	331256509	20904932	49306805	469369231	24053521	38373669	565032544
Perú	Financiera Credinka	2014	USD	ANN	42004	57626087	0	17577926	1771689	9017726	47386957	10239130	8954181	67231438
	Financiera Credinka	2015	USD	ANN	42369	190451064	0	157687884	13411907	54513810	173432176	17018887	15030109	251047678
	Financiera Credinka	2016	USD	ANN	42735	205876824	0	170717492	17269139	55347644	195279087	10597737	25142642	280817973
	Financiera Credinka	2017	USD	ANN	43100	238511656	1476073108	177604908	9756135	53169632	228183742	10327914	28678221	315838344
	Financiera Credinka	2018	USD	ANN	43465	251249316	0	182993842	9543161	33731953	240270205	10979111	20676245	299788166
Perú	Financiera Efectiva	2014	USD	ANN	42004	121915719	0	64852174	18969718	21612709	110953177	10962542	12728428	146333779
	Financiera Efectiva	2015	USD	ANN	42369	116504307	0	51915205	21605090	8831527	105848592	10655715	13601380	129072087
	Financiera Efectiva	2016	USD	ANN	42735	130712731	0	72524838	22904896	13719144	119608813	11103918	12501326	146575429
	Financiera Efectiva	2017	USD	ANN	43100	171125767	0	105076994	30653239	13387730	159455828	11669939	12402147	186101840
	Financiera Efectiva	2018	USD	ANN	43465	223457530	0	127999759	34405465	20752640	205676632	17780899	16917735	244356094
Paraguay	Financiera El Comercio	2014	USD	ANN	42004	173774718	0	130913857	4161514	39700043	158095420	15679299	16972298	217906450
	Financiera El Comercio	2015	USD	ANN	42369	165227661	0	135905494	4292533	35829031	148813523	16414138	15027887	202215762
	Financiera El Comercio	2016	USD	ANN	42735	143427306	0	110755916	18717864	29597717	130936165	12491141	14810313	177741652
	Financiera El Comercio	2017	USD	ANN	43100	143684763	159652464	132277983	16823989	27609798	132473290	11211473	22942881	184350461
	Financiera El Comercio	2018	USD	ANN	43465	129551583	0	111678125	13546808	19865558	121157898	8393684	24505785	166527769
Perú	Financiera Proempresa	2014	USD	ANN	42004	98440458	0	20673455	2071908	30355515	91638456	6802002	4120916	130309660
	Financiera Proempresa	2015	USD	ANN	42369	89469592	0	40094338	3414774	27749367	82779331	6690262	4248787	118936289
	Financiera Proempresa	2016	USD	ANN	42735	96669881	0	56529982	2955236	24158057	89625301	7044581	4120028	122114232
	Financiera Proempresa	2017	USD	ANN	43100	99108166	0	81983629	4418313	21346197	91146457	7961708	3439998	119917352
	Financiera Proempresa	2018	USD	ANN	43465	104205123	0	88995489	2889467	19543922	95946268	8258855	3036800	122326534
Perú	Financiera Qapaq	2014	USD	ANN	42004	72766009	0	83078148	959524	25965413	64643370	8122638	14396502	109669116
	Financiera Qapaq	2015	USD	ANN	42369	66136403	0	62275318	7378486	11054325	58938719	7197684	10846077	84979318
	Financiera Qapaq	2016	USD	ANN	42735	79194319	0	76939032	10303442	14695802	70355061	8839257	11254538	100675542
	Financiera Qapaq	2017	USD	ANN	43100	81981709	0	79881799	12408344	13869642	74564027	7417682	10753977	103905287
	Financiera Qapaq	2018	USD	ANN	43465	78886020	0	77819073	11620353	12755218	72824954	6061065	10497573	100245337
Ecuador	FINCA - ECU	2014	USD	ANN	42004	39669412	0	9732050	2053307	7848893	37152814	2516598	4127565	50698175
	FINCA - ECU	2015	USD	ANN	42369	35605966	0	7150167	2099011	1476262	33508801	2097165	5731627	42008276
	FINCA - ECU	2016	USD	ANN	42735	38477838	42082270	13418007	1883292	2989206	36795866	1681972	5098326	45987554
	FINCA - ECU	2017	USD	ANN	43100	51600036	56674778	28716869	1550971	6953270	49807953	1792083	3566752	61300762
	FINCA - ECU	2018	USD	ANN	43465	66166393	0	44087987	1769889	6585771	63685790	2480603	5282343	77548582
Pakistán	FINCA Pakistan	2014	USD	ANN	42004	40035927	0	46274866	293844	13571974	39700537	335391	4348469	63411548
	FINCA Pakistan	2015	USD	ANN	42369	52228388	0	57744176	323457	7308190	51655631	572757	14203640	80571200
	FINCA Pakistan	2016	USD	ANN	42735	97882346	128412882	106132846	1455719	19733074	96666002	1216344	26135601	149740795
	FINCA Pakistan	2017	USD	ANN	43100	136537854	174918330	173343505	2715468	22888979	134303253	2234601	62347025	227178864
	FINCA Pakistan	2018	USD	ANN	43465	149319798	212469378	169875586	3236203	29541435	147256219	2063579	41658378	230965659
México	FinComún	2014	USD	ANN	42004	71031908	0	56530143	7067068	2508961	68712492	2319416	15121792	89385336
	FinComún	2015	USD	ANN	42369	71511547	0	57477773	6598492	2150807	68860153	2651394	16126966	90385000
	FinComún	2016	USD	ANN	42735	75945733	116210653	54699832	9341979	2449872	72685619	3260114	17597594	95182061

	FinComún	2017	USD	ANN	43100	70883984	123261952	51804215	15973930	2753460	68447467	2436517	18372813	90202736
	FinComún	2018	USD	ANN	43465	77895468	130304680	65883096	15780603	4121741	74353666	3541802	16697760	96994756
México	FINSOL	2014	USD	ANN	42004	41125947	0	17986695	0	4090892	39933749	1192198	4728969	51648171
	FINSOL	2015	USD	ANN	42369	37050137	0	16729650	1210923	5722619	35758492	1291645	2564269	46679686
	FINSOL	2016	USD	ANN	42735	35911241	21630305	17210716	453976	6562167	34496069	1415172	1741746	45069450
	FINSOL	2017	USD	ANN	43100	36652703	0	18697661	708662	6440820	35027109	1625594	3389535	46444447
	FINSOL	2018	USD	ANN	43465	36895122	24452762	22167438	702741	6128272	35067246	1827877	3592465	46322558
Tayikistán	FMFB	2014	USD	ANN	42004	57549765	0	40363443	164440	23163497	56106235	1443530	1431867	82000558
	FMFB	2015	USD	ANN	42369	39237495	0	42620322	1274518	32458509	36415981	2821514	1964437	71800833
	FMFB	2016	USD	ANN	42735	31437920	21015664	41757862	203827	27144543	27698372	3739547	1813683	57389594
	FMFB	2017	USD	ANN	43100	30051750	27422833	48740363	23886	33169161	26955896	3095854	1996145	62764626
	FMFB	2018	USD	ANN	43465	32917603	33213287	56708165	597	41625769	30104136	2813468	1344327	75022694
Afghanistán	FMFB - AFG	2014	USD	ANN	42004	62427084	0	73369564	480700	77345791	58700066	3727017	7446795	144177242
	FMFB - AFG	2015	USD	ANN	42369	59111256	0	73164693	468764	70920607	55634428	3476828	8505262	137137403
	FMFB - AFG	2016	USD	ANN	42735	74299921	82615346	92813538	1008735	82012243	69908510	4391411	5536069	158350933
	FMFB - AFG	2017	USD	ANN	43100	79036719	18777396	109022748	521706	83427122	74694734	4341986	21377094	180552806
	FMFB - AFG	2018	USD	ANN	43465	83606334	97109209	101838986	280559	60945904	77927194	5679140	25779578	165962263
Pakistán	FMFB Pakistan	2014	USD	ANN	42004	44523942	0	86959859	1268284	12245577	43894762	629179	47904711	106089545
	FMFB Pakistan	2015	USD	ANN	42369	53265901	0	92098074	448794	15898475	52177903	1087998	44453365	116180524
	FMFB Pakistan	2016	USD	ANN	42735	78645292	98173413	117329492	525805	15843730	77775705	869588	63767804	161823883
	FMFB Pakistan	2017	USD	ANN	43100	131516816	151494325	188734002	416218	34728797	130068383	1448432	65342920	234396747
	FMFB Pakistan	2018	USD	ANN	43465	170700501	216726420	222732377	1061139	58840963	168534946	2165555	35872574	269213509
Haití	Fonkoze Financial Services, S.A. (SFF)	2014	USD	ANN	41912	11157762	0	25363761	876828	7685664	10834917	322846	6856076	28808643
	Fonkoze Financial Services, S.A. (SFF)	2015	USD	ANN	42277	12161510	0	23491917	469225	5143653	11880500	281009	6756558	27011900
	Fonkoze Financial Services, S.A. (SFF)	2016	USD	ANN	42643	11636576	7105106	21653829	588172	6947711	11448010	188567	5391152	27758593
	Fonkoze Financial Services, S.A. (SFF)	2017	USD	ANN	43008	19355032	41349618	26086434	789683	4424001	18721272	633761	11360009	38745306
	Fonkoze Financial Services, S.A. (SFF)	2018	USD	ANN	43373	19330143	46515162	27468994	1102997	7701187	18673687	656455	17418688	47740195
Nepal	FORWARD	2014	USD	ANN	41836	17979159	0	9051531	0	5231573	17753421	225738	1219441	24898767
	FORWARD	2015	USD	ANN	42201	28377698	0	12551608	0	4079606	28049926	327772	1227624	34104515
	FORWARD	2016	USD	ANN	42567	40174539	0	15777696	0	7288487	39630370	544169	1038033	48698857
	FORWARD	2017	USD	ANN	42932	60503048	93444	23168966	0	7190093	59745946	757102	258449	68053362
	FORWARD	2018	USD	ANN	43297	70569690	109527616	32498327	0	6826104	69645864	923826	344895	77670387
Togo	FUCEC Togo	2014	USD	ANN	42004	101099018	0	150138744	3745828	67397723	97659974	3439044	12973233	184771933
	FUCEC Togo	2015	USD	ANN	42369	86652355	0	140901385	2749186	75348553	84359498	2292857	12376366	179191681
	FUCEC Togo	2016	USD	ANN	42735	84608120	105327565	138036723	1668819	76114343	82420238	2187882	16292573	181625037
	FUCEC Togo	2017	USD	ANN	43100	99390254	124981109	161328275	1873877	94897982	97277133	2113121	14259495	214144887
	FUCEC Togo	2018	USD	ANN	43465	103747538	136621145	158318468	1412478	90342897	101782763	1964775	15278928	215706536
Filipinas	GM Bank	2014	USD	ANN	42004	52549801	0	42262938	159323	10990730	50463794	2086007	7247648	71785609
	GM Bank	2015	USD	ANN	42369	58860902	0	42558640	317005	11197148	56337587	2523314	4030522	77744613
	GM Bank	2016	USD	ANN	42735	52341112	0	40414416	0	9865260	49871058	2470053	4669772	70859239
	GM Bank	2017	USD	ANN	43100	50526029	0	42975635	615105	12589174	47987792	2538237	6365798	72257408
	GM Bank	2018	USD	ANN	43465	51064622	56766319	39448170	510972	14752033	48237323	2827300	5332340	74345731
Bangladesh	Gram Unnayan	2014	USD	ANN	42185	27750331	0	8810108	0	884862	26860530	889801	2907120	31484676
	Gram Unnayan	2015	USD	ANN	42551	21042881	0	6130897	0	500026	20359313	683568	1640232	22782394
	Gram Unnayan	2016	USD	ANN	42916	49393613	91143761	15723397	0	2475278	47874442	1519171	4068509	57085734
	Gram Unnayan	2017	USD	ANN	43281	59765568	111320172	19663957	0	2285856	57678265	2087304	4324492	67834614
	Gram Unnayan	2018	USD	ANN	43646	73137695	169377762	24174823	0	2984157	69845775	3291920	5200313	83349989
Nigeria	Grooming Centre	2014	USD	ANN	42004	84021749	0	27469095	291343	12406313	82831457	1190292	880129	99110256
	Grooming Centre	2015	USD	ANN	42369	112401624	343585807	34942703	254433	9730941	110899784	1501840	1366164	125786081
	Grooming Centre	2016	USD	ANN	42735	101581586	299967342	30528945	287155	9495739	100421063	1160524	636791	114873042
	Grooming Centre	2017	USD	ANN	43100	92123464	290119022	30035003	631257	8172875	90265908	1857556	1857303	105016575
	Grooming Centre	2018	USD	ANN	43465	119871857	353581650	37429702	1009902	11075333	117657645	2214212	1595943	136722514
Camboya	HKL	2014	USD	ANN	42004	250192757	0	172333352	48510	56266186	249680252	512505	6106343	316363805
	HKL	2015	USD	ANN	42369	363504006	0	236414270	96393	70673705	361818718	1685288	7475396	446116297
	HKL	2016	USD	ANN	42735	450443230	415389890	364296208	432972	131099593	447442452	3000778	9494436	593356935
	HKL	2017	USD	ANN	43100	578035655	529905354	368157028	534669	108498160	568672984	9362670	11253612	692391670
	HKL	2018	USD	ANN	43465	756633759	625049170	479654236	4050511	153822682	746321524	10312235	14622853	918911897
Ghana	ID Ghana	2014	USD	ANN	42004	1310473	0	800735	0	151188	1292345	18128	600240	2074063
	ID Ghana	2015	USD	ANN	42369	1347253	0	806774	0	742778	1293383	53870	92728	2147710
	ID Ghana	2016	USD	ANN	42735	1256590	3309268	700145	2184	1119193	1165735	90856	72946	2376694
	ID Ghana	2017	USD	ANN	43100	1436101	4194365	819939	48064	1367067	1369183	66919	62039	2835746
	ID Ghana	2018	USD	ANN	43465	1517162	4536535	867461	47646	1335281	1467991	49171	109197	2964076
Bangladesh	IDF	2014	USD	ANN	42185	15856815	0	7311061	0	4431982	15121556	735259	591814	21407542
	IDF	2015	USD	ANN	42551	17809882	0	7828646	0	3094363	16869966	939916	725828	21839021
	IDF	2016	USD	ANN	42916	21805825	38637236	9055626	0	2855045	20733605	1072220	773656	25672686
	IDF	2017	USD	ANN	43281	24627191	43752163	10142370	250659	2692972	23506965	1120225	1642312	29238366
	IDF	2018	USD	ANN	43646	28159265	49139262	11765886	124363	3725611	26776375	1382890	1940103	34089148
Paraguay	Interfisa Banco	2014	USD	ANN	42004	173657037	0	176701829	4670977	41052098	165211774	8445263	21246128	231438641
	Interfisa Banco	2015	USD	ANN	42369	194928527	0	214577316	6944750	48353961	185389673	9538854	22754292	259860472
	Interfisa Banco	2016	USD	ANN	42735	212742482	0	256253679	7835154	64090187	203412896	9329586	37457616	308365163
	Interfisa Banco	2017	USD	ANN	43100	230362992	0	264694062	6562391	79317870	223480403	6882589	52269782	358469213
	Interfisa Banco	2018	USD	ANN	43465	250457529	0	270950037	4718642	65793176	243160694	7296835	42663693	354555188
Bangladesh	Jagorani Chakra	2014	USD	ANN	42185	104706046	0	41523253	0	16639303	98552764	6153282	2905330	120046962
	Jagorani Chakra	2015	USD	ANN	42551	116529694	0	45572624	0	3503775	109833064	6696630	12191309	128471905
	Jagorani Chakra	2016	USD	ANN	42916	130033468	191040834	51722414	923385	3949298	123446390	6587078	10442442	144461876

	Jagorani Chakra	2017	USD	ANN	43281	167499911	246537358	58737311	914418	21713356	161147512	6352399	1341256	188891656
	Jagorani Chakra	2018	USD	ANN	43646	209527777	295601738	72102217	472712	21665921	202538265	6989512	1465355	230996277
Nepal	JBS	2014	USD	ANN	41836	33441105	0	13818640	0	2186592	32430918	1010187	1079384	37057892
	JBS	2015	USD	ANN	42201	38806845	0	18426000	0	3863470	37633325	1173519	1537287	44738258
	JBS	2016	USD	ANN	42567	47791978	0	23812009	0	5341461	47300997	490981	1726572	56366418
	JBS	2017	USD	ANN	42932	65954859	90783480	28741834	0	5577586	65270260	684599	3272564	76651021
	JBS	2018	USD	ANN	43297	72646324	2489	41230888	0	6766916	71843156	803168	5528693	86709904
Papúa Nueva Guinea	Kada Poroman MF	2014	USD	ANN	42004	2607627	0	4868714	0	2426052	1035156	1572470	167904	4496673
	Kada Poroman MF	2015	USD	ANN	42369	2142206	0	4386217	0	2205529	950997	1191209	172045	4242893
	Kada Poroman MF	2016	USD	ANN	42735	921441	1424484	4453575	107340	2469508	815789	105652	207213	4402093
	Kada Poroman MF	2017	USD	ANN	43100	1212890	1869487	4535335	0	2301871	1109513	103377	187934	4448655
	Kada Poroman MF	2018	USD	ANN	43465	1088225	0	4289648	0	339081	900485	187740	3310575	4831126
Bangladesh	Kazama Grameen	2014	USD	ANN	42004	3456894	0	1749629	0	82938	3306808	150086	247108	3724886
	Kazama Grameen	2015	USD	ANN	42369	2894215	0	1773201	503682	94438	2846364	47851	222843	3233135
	Kazama Grameen	2016	USD	ANN	42735	3083830	0	1711992	0	204146	3013711	70119	276199	3580352
	Kazama Grameen	2017	USD	ANN	43100	3586360	10198918	1720480	0	236878	3493679	92682	237813	4038855
	Kazama Grameen	2018	USD	ANN	43465	3723028	11226502	1777839	0	71645	3606612	116416	501037	4262343
Pakistán	Khushhali Bank	2014	USD	ANN	42004	121628425	0	86289731	1265682	10478401	120312454	1315971	31895629	165895783
	Khushhali Bank	2015	USD	ANN	42369	166509850	0	148557933	1859185	58879017	164409262	2100588	25971653	254493290
	Khushhali Bank	2016	USD	ANN	42735	223480165	262488808	203062349	5116115	54231230	219937981	3542184	42741130	323810915
	Khushhali Bank	2017	USD	ANN	43100	296500800	362232608	413362797	4598375	15037957	291099593	5401207	216313041	532765907
	Khushhali Bank	2018	USD	ANN	43465	310970485	411983785	400815598	5379916	66478928	305809502	5160983	122262400	504235489
Timor	KIF	2014	USD	ANN	42004	5437464	0	256647	125700	1071372	5195080	242383	222377	6938036
	KIF	2015	USD	ANN	42369	10492486	0	273346	0	1728369	10081677	410809	272529	12523958
	KIF	2016	USD	ANN	42735	13375779	16052600	441182	1775	3067258	13032450	343329	207833	16573848
	KIF	2017	USD	ANN	43100	15079640	18044925	417086	90313	5390698	14396014	683626	264668	20287310
	KIF	2018	USD	ANN	43465	16148230	18164095	569547	170634	4684548	15467221	681009	240981	20654743
Filipinas	KMBI	2014	USD	ANN	42004	19561191	0	11038364	5146039	660158	12928786	6632405	5468007	20685034
	KMBI	2015	USD	ANN	42369	13512572	0	6451690	923129	2516917	12503565	1009007	5399313	22380307
	KMBI	2016	USD	ANN	42735	13797566	43437095	6677242	633179	2790378	13449443	348123	4959443	23400556
	KMBI	2017	USD	ANN	43100	16791989	52965433	8712014	207123	2897405	16423286	368703	4844597	26443750
	KMBI	2018	USD	ANN	43465	19904648	62019526	10360183	155913	2014965	19174778	729870	1903309	25461276
Indonesia	KOMIDA	2014	USD	ANN	42004	16095672	0	5865759	9076	5131570	16047202	48470	231073	23103572
	KOMIDA	2015	USD	ANN	42369	22038268	0	8567347	6998	4180896	21975311	62956	519325	28274964
	KOMIDA	2016	USD	ANN	42735	34433414	67464365	13589976	8249	7415161	34349741	83674	579601	44062983
	KOMIDA	2017	USD	ANN	43100	48071636	48071636	13212864	15906	11100498	47849577	222059	322617	61000877
	KOMIDA	2018	USD	ANN	43465	68073334	120118067	27677863	0	13364613	67682231	391104	502931	83417387
Camboya	KREDIT	2014	USD	ANN	42004	100482551	0	35592441	65379	16126664	100170902	311649	3613647	121526443
	KREDIT	2015	USD	ANN	42369	128574585	0	53655510	127929	15215771	127789697	784888	3677619	149127516
	KREDIT	2016	USD	ANN	42735	143984472	41452225	69602991	360398	28579720	142377055	1607417	4063200	177415384
	KREDIT	2017	USD	ANN	43100	191054418	204314112	97219297	623107	25390184	189037214	2017204	5121068	221465573
	KREDIT	2018	USD	ANN	43465	221739499	197923553	131086715	569079	38006012	218302733	3436766	5270172	263424903
Tayikistán	MDO FINCA	2014	USD	ANN	42004	39938797	0	243418	194848	1498649	39452352	486445	1431127	43675909
	MDO FINCA	2015	USD	ANN	42369	30788736	0	1349846	972590	4807812	29536415	1252320	2837140	38007718
	MDO FINCA	2016	USD	ANN	42735	20314554	23995379	817263	1900342	9426963	19247210	1067343	1134683	30150643
	MDO FINCA	2017	USD	ANN	43100	14329468	0	358793	0	4999120	14008359	321109	1514263	20803760
	MDO FINCA	2018	USD	ANN	43465	14619288	3028	323567	469156	1448709	14416048	203240	1690736	17713604
Tayikistán	MDO HUMO	2014	USD	ANN	42004	36466862	0	509942	338791	5429825	35598441	868421	2127680	45184600
	MDO HUMO	2015	USD	ANN	42369	30558618	36714353	1668195	693302	4214756	28211891	2346727	1947708	35939255
	MDO HUMO	2016	USD	ANN	42735	22806980	25870715	3017005	745699	4243147	20900888	1906091	1166244	27642893
	MDO HUMO	2017	USD	ANN	43100	24659659	33627063	3839495	613366	5690407	23587193	1072466	3175918	33700399
	MDO HUMO	2018	USD	ANN	43465	35593045	49238590	6750899	154291	3770032	35136908	456137	3487684	44029695
Tayikistán	MDO Imon international	2014	USD	ANN	42004	140481871	0	10704289	901545	12490448	138099805	2382066	4585185	159689279
	MDO Imon international	2015	USD	ANN	42369	109158596	0	16660029	2333710	25617192	104045272	5113324	8818625	144181948
	MDO Imon international	2016	USD	ANN	42735	82186168	98634048	21024365	2756525	16549746	76398223	5787944	10914594	109195305
	MDO Imon international	2017	USD	ANN	43100	80047878	108472774	35895970	2308277	17018960	75982590	4065288	23117570	121090069
	MDO Imon international	2018	USD	ANN	43465	85708362	123540603	32342086	2333170	14353478	83913214	1795148	16582887	117736987
Perú	MiBanco	2014	USD	ANN	42004	1384764309	0	1313019489	102011620	293982274	1263370329	121393980	315517966	1909039799
	MiBanco	2015	USD	ANN	42369	2296000605	0	1741930896	134530819	388673519	2131041454	164959151	569906257	3202635838
	MiBanco	2016	USD	ANN	42735	2572955729	2925473399	1901812962	93147774	252645373	2386049161	186906567	669289047	3364965075
	MiBanco	2017	USD	ANN	43100	2876192398	3285434543	2287339095	101165337	280330982	2625520208	250672190	767220130	3724923513
	MiBanco	2018	USD	ANN	43465	2943660948	3500421783	2482893195	129333131	299575740	2675450297	268210651	805852662	3828616864
Pakistán	Mobilink	2014	USD	ANN	42004	4973189	0	12799828	0	12684194	4947450	25739	5424266	25251909
	Mobilink	2015	USD	ANN	42369	12872406	0	30479613	0	25442787	12798448	73958	5666211	46664689
	Mobilink	2016	USD	ANN	42735	56893213	22236346	98814597	0	52644500	56172811	720402	23928709	136470349
	Mobilink	2017	USD	ANN	43100	90379668	103699678	135023560	76855	37217014	88726357	1653311	56702012	185966168
	Mobilink	2018	USD	ANN	43465	90968838	108893565	158067301	0	52213062	88926567	2042271	57381510	201164095
Timor	Moris Rasik	2014	USD	ANN	42004	3795338	0	2738294	183336	2494116	3513255	282083	91813	6212768
	Moris Rasik	2015	USD	ANN	42369	4997464	0	3132906	40408	1532406	4775082	222382	313576	6689718
	Moris Rasik	2016	USD	ANN	42735	6850985	15394150	3930722	56477	1008132	6621778	229207	167434	7851814
	Moris Rasik	2017	USD	ANN	43100	7353168	16956200	4247357	0	1942629	7056665	296503	72715	9117041
	Moris Rasik	2018	USD	ANN	43465	7916744	17411900	4010052	37160	2990110	7562655	354089	81974	10683675
Macedonia	Moznosti	2014	USD	ANN	42004	30323977	0	13989577	638970	3311610	27802223	2521753	3405790	35623812
	Moznosti	2015	USD	ANN	42369	25968770	0	11424313	1801	3790193	23819532	2149238	138325	28641450
	Moznosti	2016	USD	ANN	42735	24390499	0	11468468	1339604	1946457	23532467	858033	1641545	27959039

	Moznosti	2017	USD	ANN	43100	28867255	16609804	14102759	135026	2464660	27833766	1033489	1513418	32936340
	Moznosti	2018	USD	ANN	43465	28503287	60	14356126	115583	3367582	27466512	1036774	482174	32585239
Papúa Nueva Guinea	Nationwide Microbank	2014	USD	ANN	42004	15628914	0	21685668	276375	6292939	14792931	835984	3683930	25798569
	Nationwide Microbank	2015	USD	ANN	42369	14984576	0	18279630	285882	4979291	14279247	705329	3132781	23416531
	Nationwide Microbank	2016	USD	ANN	42735	16337602	23296410	21707136	590171	7986850	15654752	682851	2923026	27679803
	Nationwide Microbank	2017	USD	ANN	43100	17604653	22236840	21245845	176882	6506744	16626187	978466	2366875	26570124
	Nationwide Microbank	2018	USD	ANN	43465	16307810	15683301	20398176	750843	6615990	15619572	688238	2358827	25793106
Papúa Nueva Guinea	NCSL	2014	USD	ANN	42004	11919083	0	41712469	0	884886	11775989	143094	33208782	48095840
	NCSL	2015	USD	ANN	42369	15369432	1974374	37418185	50350	339013	15299974	69457	25451473	43062485
	NCSL	2016	USD	ANN	42735	16343500	1786562	39991570	105691	1179888	15769002	574498	26920475	45618499
	NCSL	2017	USD	ANN	43100	19551491	3560005	43939249	145695	2458784	18914977	636514	25516722	48583820
	NCSL	2018	USD	ANN	43465	25585220	27679961	48980254	255217	2519521	24972901	612319	26736520	57075531
Bangladesh	NDP	2014	USD	ANN	42185	12846554	0	3287085	0	1436619	12636791	209762	288898	14605761
	NDP	2015	USD	ANN	42551	16098448	0	4250603	0	166158	15854262	244186	1410628	17798357
	NDP	2016	USD	ANN	42916	20431069	0	5461216	0	133636	20142113	288956	1203941	21834255
	NDP	2017	USD	ANN	43281	23920438	0	7087437	0	377367	23567875	352564	1984094	26334095
	NDP	2018	USD	ANN	43646	29201689	49759857	9330284	0	1051472	29125127	76561	2495180	33576573
Nepal	Nerude	2014	USD	ANN	41836	13186108	0	5278918	0	3181860	12912071	274036	155693	16456586
	Nerude	2015	USD	ANN	42201	16247541	0	6416867	0	2458905	15919573	327968	411406	19010145
	Nerude	2016	USD	ANN	42567	19967225	0	7596208	0	124222	19588365	378860	2785516	22724519
	Nerude	2017	USD	ANN	42932	30059630	47684100	11052116	0	5599819	29667304	392326	499898	36139856
	Nerude	2018	USD	ANN	43297	35385862	191181701	13738766	0	3854362	35276928	108934	459837	40325129
Nepal	Nirdhan	2014	USD	ANN	41836	50639281	0	19298027	105191	8097658	49851843	787439	4151583	63624908
	Nirdhan	2015	USD	ANN	42201	68022385	0	27215267	189476	7706966	67205232	817153	4959037	82007247
	Nirdhan	2016	USD	ANN	42567	95840288	137652447	40025396	159927	8771407	94672330	1167958	5491899	110892504
	Nirdhan	2017	USD	ANN	42932	119728353	160724392	60507026	145089	16479837	118292318	1436035	12293538	148976238
	Nirdhan	2018	USD	ANN	43297	140154168	203735168	77732669	158187	14297389	138074653	2079515	8941690	178609108
Papúa Nueva Guinea	Niu Ailan SLS	2014	USD	ANN	42004	2489592	0	4753946	0	3252913	2436220	53372	41803	5963746
	Niu Ailan SLS	2015	USD	ANN	42369	2211875	0	4216761	0	2832545	2166305	45570	16560	5283082
	Niu Ailan SLS	2016	USD	ANN	42735	2243253	0	4143871	0	2755130	2213065	30188	10177	5218405
	Niu Ailan SLS	2017	USD	ANN	43100	2015057	1067915	4516530	13234	2705478	1979538	35518	7547	5477797
	Niu Ailan SLS	2018	USD	ANN	43465	1586086	1029968	4538426	20836	3254332	1574449	11637	229050	5906208
Bangladesh	NRDS	2014	USD	ANN	42185	5280731	0	3369957	0	123477	5151248	129483	324136	5693355
	NRDS	2015	USD	ANN	42551	6110716	0	3999946	0	83883	5953205	157511	382032	6562772
	NRDS	2016	USD	ANN	42916	8053605	14552493	4865646	40008	52210	7914259	139346	484067	8727789
	NRDS	2017	USD	ANN	43281	9315773	17668467	5741685	0	62332	9139646	176127	760957	10264539
	NRDS	2018	USD	ANN	43646	12030529	22816274	7062395	29125	53189	11800750	229779	67959	13456393
Pakistán	NRSP Bank	2014	USD	ANN	42004	51600789	0	51280160	84775	59300857	50935967	664821	4798013	117249211
	NRSP Bank	2015	USD	ANN	42369	86611135	0	69164117	1196915	41912311	85788287	822848	6570669	136382104
	NRSP Bank	2016	USD	ANN	42735	127239117	176466840	162244330	929581	50497431	125855522	1383595	73879557	253618678
	NRSP Bank	2017	USD	ANN	43100	189952352	250409757	213895542	2879432	55573505	187095050	2066900	56596725	303510513
	NRSP Bank	2018	USD	ANN	43465	170131889	250480115	187916250	7533324	34487349	166793946	3337943	65905157	274403161
Nepal	NWCSC	2014	USD	ANN	41836	2314202	0	1376557	0	176754	2264872	49329	3924	2473910
	NWCSC	2015	USD	ANN	42201	4058423	0	2018370	0	188505	3958279	100144	73121	4342249
	NWCSC	2016	USD	ANN	42567	6289038	11365010	3026039	0	154108	6141675	147362	60532	6419434
	NWCSC	2017	USD	ANN	42932	9240715	16621667	4878771	0	624883	9017296	223419	62836	9777397
	NWCSC	2018	USD	ANN	43297	9468988	17646531	6208959	0	24417	9468988	0	1646192	11237983
Filipinas	NWTF	2014	USD	ANN	42004	27186393	0	9698091	88568	5198835	26010465	1175928	5832572	39190964
	NWTF	2015	USD	ANN	42369	34182043	0	13328344	125520	7361461	32363898	1818144	6049024	48381427
	NWTF	2016	USD	ANN	42735	43449081	96346028	16642329	0	6552466	41343110	2105971	9314904	60781644
	NWTF	2017	USD	ANN	43100	51208306	119275722	34399846	978125	8983376	57276043	1122594	3698941	74284137
	NWTF	2018	USD	ANN	43465	62595561	12079	40628180	0	9284444	60764487	1831073	11273317	86014530
Honduras	ODEF Financiera	2014	USD	ANN	42004	51079794	0	14021737	506442	7145429	49360249	1719545	7530106	65849486
	ODEF Financiera	2015	USD	ANN	42369	56105344	0	19612772	299264	11892437	54329167	1776178	5809375	73566621
	ODEF Financiera	2016	USD	ANN	42735	57264646	0	24107242	455803	8312091	54696214	2568432	6815443	71260561
	ODEF Financiera	2017	USD	ANN	43100	61753912	0	25112132	1175875	7077764	58975069	2778843	6905810	74551419
	ODEF Financiera	2018	USD	ANN	43465	58529425	0	28909389	2650544	8733039	55945459	2583967	6646162	72855724
Colombia	OI Colombia	2014	USD	ANN	42004	32261643	0	14735154	436641	1846418	31106274	1155369	2121481	35455587
	OI Colombia	2015	USD	ANN	42369	32353628	0	17388644	583333	858360	31035016	1318612	1797792	33944164
	OI Colombia	2016	USD	ANN	42735	34466689	23055809	21164224	785318	1737508	32931712	1534977	2367089	37256496
	OI Colombia	2017	USD	ANN	43100	38425663	26499528	22380938	819864	2813360	36497790	1927873	3111441	42598675
	OI Colombia	2018	USD	ANN	43465	34702964	23253069	25284704	762771	4080526	32539315	2163648	2948553	39686797
Senegal	OISL	2014	USD	ANN	42004	28185570	0	24608859	1082394	4258143	27215309	970261	4503509	40484934
	OISL	2015	USD	ANN	42369	24176895	0	25848658	724778	2438992	23477657	699238	10917494	40656896
	OISL	2016	USD	ANN	42735	21938990	46153827	29136517	0	2884331	20747994	1190997	18562800	45341771
	OISL	2017	USD	ANN	43100	23854649	41781842	32303744	888574	2577408	22735456	1119192	19681053	47805305
	OISL	2018	USD	ANN	43465	26739879	50879341	33070836	0	2874836	25509740	1230139	16101706	47494897
Uganda	Opportunity Uganda	2014	USD	ANN	42004	12879332	0	5512426	736252	8120456	12128555	750777	969113	23888775
	Opportunity Uganda	2015	USD	ANN	42369	12064567	0	7594259	552975	1613821	11772464	292103	5143561	20533276
	Opportunity Uganda	2016	USD	ANN	42735	11806779	20510435	7088756	366843	6552248	11498149	308630	1164331	20927490
	Opportunity Uganda	2017	USD	ANN	43100	15842185	22996741	11929422	427677	6810282	15478399	363786	1549939	25895766
	Opportunity Uganda	2018	USD	ANN	43465	24530656	32706049	17352858	299221	5639383	23717849	812808	1798701	35001957
Madagascar	Otiv Tana	2014	USD	ANN	42004	12593790	0	18340443	0	8693945	12413251	180539	988327	24636020
	Otiv Tana	2015	USD	ANN	42369	11790750	0	17216623	263349	7033696	11612217	178533	995756	21967405
	Otiv Tana	2016	USD	ANN	42735	11030433	0	19299072	166346	10702362	10619528	410905	871671	24501689

	Otiv Tana	2017	USD	ANN	43100	13303166	0	23149034	36898	13382682	12757809	545358	825489	29494261
	Otiv Tana	2018	USD	ANN	43465	15359366	0	23117457	0	11505238	14959126	400240	810183	30539773
Myanmar	PACT Global Microfinance Fund (PGMF)	2014	USD	ANN	41912	111589197	0	28223677	343633282	15610301	108907927	2681271	7766994	133694217
	PACT Global Microfinance Fund (PGMF)	2015	USD	ANN	42277	107433073	0	33026932	159	13754180	104698568	2734505	3557575	123184852
	PACT Global Microfinance Fund (PGMF)	2016	USD	ANN	42643	156358120	301993670	47581445	214289	10011316	152745350	3612770	1833970	165593500
	PACT Global Microfinance Fund (PGMF)	2017	USD	ANN	43008	167623017	309790107	61770481	10996	23717078	163362716	4260301	2191904	190180249
	PACT Global Microfinance Fund (PGMF)	2018	USD	ANN	43373	208901784	425999217	65758152	152635	14339694	205743860	3157924	2600703	223739741
Bangladesh	Padakhep Manabik	2014	USD	ANN	42185	55888606	0	26461479	0	3564877	53141013	2747593	13600726	73966598
	Padakhep Manabik	2015	USD	ANN	42551	79046388	0	31248372	0	3914867	76443433	2602955	17233183	101221929
	Padakhep Manabik	2016	USD	ANN	42916	102047709	0	36979765	0	5947393	98855438	3192271	20983720	129413260
	Padakhep Manabik	2017	USD	ANN	43281	125097283	4107	43410155	0	4802763	120024737	5072546	7854919	136265032
	Padakhep Manabik	2018	USD	ANN	43646	150469158	262443612	54304419	1287502	4987234	145457232	5011926	11062648	165654155
Oman	Pak Oman	2014	USD	ANN	42004	2224531	0	219913	516643	78945	2196159	28371	8587585	11080619
	Pak Oman	2015	USD	ANN	42369	3517996	0	236842	549728	227991	3419599	98397	6744196	10745314
	Pak Oman	2016	USD	ANN	42735	4211655	6019875	1427569	134900	350182	4108138	103517	11769301	12085316
	Pak Oman	2017	USD	ANN	43100	6277758	8825887	81623	0	2929999	5940118	138853	12183457	21611013
	Pak Oman	2018	USD	ANN	43465	8647975	10502556	48543	227919	3542554	8647975	0	5248143	17813019
Burkina Faso	PAMF-BFA	2014	USD	ANN	42004	7071604	0	3328812	4762	521267	7053373	18231	787407	8632981
	PAMF-BFA	2015	USD	ANN	42369	8807984	0	3955205	7338	963493	8762766	45218	957424	10978473
	PAMF-BFA	2016	USD	ANN	42735	10043650	14629283	5122331	11285	1166717	9927963	115687	1079270	12486641
	PAMF-BFA	2017	USD	ANN	43100	12668191	16891406	6904832	46501	570119	12417974	250217	1357982	14725009
	PAMF-BFA	2018	USD	ANN	43465	13125104	19131792	7774097	276071	1289483	13057154	67950	1536038	17029131
Camerún	Pan-African Savings and Loans SA	2014	USD	ANN	42004	5686818	0	8185782	155923	4090514	5089476	597342	369141	10254138
	Pan-African Savings and Loans SA	2015	USD	ANN	42369	6364907	0	8758130	695529	3565116	5897727	467180	426802	10673843
	Pan-African Savings and Loans SA	2016	USD	ANN	42735	6682507	13828474	9190241	60980	4411861	5581079	1101428	516532	11315094
	Pan-African Savings and Loans SA	2017	USD	ANN	43100	8643088	15833190	10860666	744442	4254101	7813987	829101	470743	13402337
	Pan-African Savings and Loans SA	2018	USD	ANN	43465	8186328	13585801	10768300	4901	4606603	7335030	851297	741042	13228711
Camerún	PanAfrican Savings and Loans	2014	USD	ANN	42004	9535383	0	7749940	0	1267531	8863448	671935	842855	11802856
	PanAfrican Savings and Loans	2015	USD	ANN	42369	9471001	0	9188101	313683	2263037	8755048	715953	1761084	13777219
	PanAfrican Savings and Loans	2016	USD	ANN	42735	8254879	15975218	10065680	327419	3351907	7672329	582550	1274082	12955612
	PanAfrican Savings and Loans	2017	USD	ANN	43100	10659360	17910688	11322626	458321	2270719	9800979	858380	1415881	14209988
	PanAfrican Savings and Loans	2018	USD	ANN	43465	11450963	20575280	12704787	551524	3763555	10103963	1347001	364690	16442481
Benin	PEBCO	2014	USD	ANN	42004	10296956	0	9485485	156996	1176934	10107622	189334	546514	13505819
	PEBCO	2015	USD	ANN	42369	11953465	0	10945009	84778	1035639	11770822	182644	505239	15895898
	PEBCO	2016	USD	ANN	42735	13564603	24823610	11902504	72280	1303243	13294914	269689	579964	18373257
	PEBCO	2017	USD	ANN	43100	21187704	33296977	16329490	117870	2699250	20754970	432734	389947	27680094
	PEBCO	2018	USD	ANN	43465	23463829	0	17093288	0	1743623	22990772	473057	1642989	30525698
Papúa Nueva Guinea	Peoples Micro Bank	2014	USD	ANN	42004	6500489	0	16847000	0	15288784	6429463	71026	239900	22430450
	Peoples Micro Bank	2015	USD	ANN	42369	7388115	0	18064751	0	16155319	7270105	118010	189035	23926943
	Peoples Micro Bank	2016	USD	ANN	42735	10151621	8291897	19317798	0	2746119	9881590	270031	14053967	26910249
	Peoples Micro Bank	2017	USD	ANN	43100	11835505	8971058	19378798	0	18341604	11302294	533211	176328	31118224
	Peoples Micro Bank	2018	USD	ANN	43465	12070479	8204486	20615980	250906	23100816	11745900	324579	370186	43438916
Ecuador	Pichincha Microfinanzas	2014	USD	ANN	42004	1204056821	0	706837893	8185183	0	1119869073	84187748	337675847	1457544920
	Pichincha Microfinanzas	2015	USD	ANN	42369	1100086056	825827614	668263095	22563441	0	1028207335	71878721	160003859	1188211194
	Pichincha Microfinanzas	2016	USD	ANN	42735	806671642	779852918	298049547	10534282	0	755160540	51511102	110800346	865960886
	Pichincha Microfinanzas	2017	USD	ANN	43100	912558960	868693563	279336990	16765901	0	850507034	62051926	108348482	958855516
	Pichincha Microfinanzas	2018	USD	ANN	43465	983303444	945357675	278033652	17799856	0	922859808	60443636	53785624	976645432
Papúa Nueva Guinea	PNG Microfinance	2014	USD	ANN	42004	14957509	0	25578853	558990	14784781	14561132	396378	1171236	31394904
	PNG Microfinance	2015	USD	ANN	42369	13600816	0	17834988	591117	7190644	13052059	548757	1001105	22078754
	PNG Microfinance	2016	USD	ANN	42735	13091748	9074636	18776506	0	2162065	11814166	1277583	7439070	22148921
	PNG Microfinance	2017	USD	ANN	43100	11576432	6438098	16042742	0	2293418	9751477	1824956	7308875	19901512
	PNG Microfinance	2018	USD	ANN	43465	7824754	4400402	14429663	654726	8298281	6415906	1408848	1257927	16785942
Bangladesh	POPI	2014	USD	ANN	42185	23638754	0	10648428	456699	727978	22382902	1255852	3622575	28156099
	POPI	2015	USD	ANN	42551	29838975	0	12404600	0	535283	28338776	1500199	4960189	35277312
	POPI	2016	USD	ANN	42916	40592909	69883900	15509387	0	905114	39177900	1415010	6093193	48229038
	POPI	2017	USD	ANN	43281	50578629	90537866	18339759	0	1908079	49060259	1518370	6998165	61691420
	POPI	2018	USD	ANN	43646	62923564	106681857	22963776	460094	1704178	60389742	2533822	11315961	77166051
Camboya	PRASAC	2014	USD	ANN	42004	580310218	0	305041042	0	111424275	570958210	9352008	13452586	701292751
	PRASAC	2015	USD	ANN	42369	856592432	834031341	467433465	623704	175883227	847173234	9419198	18212648	1046806445
	PRASAC	2016	USD	ANN	42735	1042919152	861673262	626278252	0	208171759	1028254638	14664514	21046714	1263964116
	PRASAC	2017	USD	ANN	43100	1551961723	1446124470	916945828	9494442	192958792	1531926151	20035571	28088970	1757782997
	PRASAC	2018	USD	ANN	43465	1960214250	1451825229	1290097612	8069380	402370816	1934952857	25261393	34474722	2376751970
India	Pratigya	2014	USD	ANN	42094	1542586	0	1337800	104	39443	1542586	0	76956	1758325
	Pratigya	2015	USD	ANN	42460	2106734	1605981	1774292	0	25186	2085666	21067	61550	2280559
	Pratigya	2016	USD	ANN	42825	1975869	1618542	1856320	0	259456	1956111	19759	47613	2369734
	Pratigya	2017	USD	ANN	43190	1687993	27	1516200	0	38262	1671113	16880	189033	2009552
	Pratigya	2018	USD	ANN	43555	1273714	930052	1143102	0	67501	1248240	25474	215730	1646328
Ecuador	ProCredit - ECU	2014	USD	ANN	42004	286943400	0	252691656	0	70716532	272893252	14050148	72128782	425959286
	ProCredit - ECU	2015	USD	ANN	42369	258017000	0	197873000	0	83159000	241394000	16623000	52418000	386755000
	ProCredit - ECU	2016	USD	ANN	42735	263296261	0	227071941	0	65211906	247316587	15979674	74276816	395181795
	ProCredit - ECU	2017	USD	ANN	43100	228822741	0	170134608	0	38897856	216056422	12766319	64209090	326279802
	ProCredit - ECU	2018	USD	ANN	43465	258621139	0	150920659	0	30274706	249078374	9542765	32897833	318530841
Nicaragua	ProCredit - NIC	2014	USD	ANN	42004	97790858	0	93482466	1649177	22512916	93967080	3823778	4663235	130434446
	ProCredit - NIC	2015	USD	ANN	42369	113157715	0	105889726	1045820	23211462	109386357	3771358	5071599	146504127
	ProCredit - NIC	2016	USD	ANN	42735	127791384	0	126980355	1068804	33762869	123853406	3937978	7585534	173273879

	ProCredit - NIC	2017	USD	ANN	43100	146959155	0	148561324	973387	34427832	142421017	4538138	7369837	191284240
	ProCredit - NIC	2018	USD	ANN	43465	124062204	0	141118955	1214592	34510177	116757696	7304508	29168160	187274175
Filipinas	RB Camalig	2014	USD	ANN	42004	13567755	0	14940369	192461	251309	13134329	433425	6974909	22669703
	RB Camalig	2015	USD	ANN	42369	11698438	0	15776359	65	191889	11174639	523800	7554445	22161786
	RB Camalig	2016	USD	ANN	42735	13427395	0	15950531	70	6436578	12902842	524553	1463870	23620921
	RB Camalig	2017	USD	ANN	43100	12873572	11514127	16660768	0	5933277	12429517	444056	1694483	22748973
	RB Camalig	2018	USD	ANN	43465	16723512	18407303	17041339	0	5714951	16073549	649963	2267337	26525076
Bangladesh	RDRS	2014	USD	ANN	42185	36842892	0	16865360	6576	3495587	35002859	1840033	5353469	43931635
	RDRS	2015	USD	ANN	42551	50033477	0	20753505	123372	3060817	48144050	1889427	6794904	58065787
	RDRS	2016	USD	ANN	42916	61164241	107336740	36345926	142823	3792098	59042021	2122219	5964846	69019885
	RDRS	2017	USD	ANN	43281	62542198	111334989	26679299	358	8483595	59296720	3245478	5863472	74278767
	RDRS	2018	USD	ANN	43646	65056680	110375762	29433711	711205	10175132	59805914	5250765	8476319	79087325
Mali	RMCR	2014	USD	ANN	41912	7409885	0	1362979	37655	1095593	7376136	33749	462092	9853775
	RMCR	2015	USD	ANN	42369	7621582	0	1043989	24306	1196392	7425408	196174	549787	9788156
	RMCR	2016	USD	ANN	42735	9676039	15058336	1208861	49847	469842	9378718	297321	715041	11003493
	RMCR	2017	USD	ANN	43100	13471793	21454351	2872450	182052	1629683	13141805	329988	1031835	16252120
	RMCR	2018	USD	ANN	43465	12539276	19507499	2976202	155244	3702902	11774746	764529	899654	16805186
Filipinas	RPMI	2014	USD	ANN	42004	4569746	0	2228022	65581	1599348	4473515	96231	1157943	8267635
	RPMI	2015	USD	ANN	42369	4816035	0	2344147	59916	1624096	4629963	186072	1146719	9036455
	RPMI	2016	USD	ANN	42735	4365241	15190667	2266854	0	1472267	4231026	134214	1563854	8729603
	RPMI	2017	USD	ANN	43100	4901154	14889438	2219886	36270	1038342	4742422	158732	1648312	8823688
	RPMI	2018	USD	ANN	43465	4895924	15933162	2368974	0	1153812	4684316	211608	1524833	8736922
Bangladesh	RRF	2014	USD	ANN	42185	34473163	0	8355839	157165	2316636	33353624	1119539	586861	37409188
	RRF	2015	USD	ANN	42551	41038158	0	9804888	184341	849579	39538880	1499278	3405631	45106314
	RRF	2016	USD	ANN	42916	45622917	76382709	12556552	230873	708456	43732813	1890104	2784395	50617865
	RRF	2017	USD	ANN	43281	51925696	89809608	15079807	215262	1232048	51925696	2299419	3274569	60599664
	RRF	2018	USD	ANN	43646	56202962	0	17272691	0	2433225	56202962	0	4845963	68835061
Camboya	Sathapana Bank	2014	USD	ANN	42004	311393539	0	166096267	254953	39591974	310289534	1104005	8412793	362535955
	Sathapana Bank	2015	USD	ANN	42369	472018731	0	259870588	165381	50598901	470335542	1683189	12794820	539088011
	Sathapana Bank	2016	USD	ANN	42735	617918258	541553776	590031869	340310	295544911	606552328	11365929	30161939	939552100
	Sathapana Bank	2017	USD	ANN	43100	810579148	188290	619410459	1270801	187756254	795716636	14862512	38297152	1029852985
	Sathapana Bank	2018	USD	ANN	43465	1025070230	793496252	803963049	3100614	244455487	1006217936	18852295	42530536	1303433239
Filipinas	SB Bank	2014	USD	ANN	41836	40467412	0	16492601	63567	6272034	39880395	587017	3561658	49940292
	SB Bank	2015	USD	ANN	42201	50227804	0	21557465	0	7009947	49351153	876651	3899984	60530815
	SB Bank	2016	USD	ANN	42567	59980526	101926979	28497536	0	7374726	59007868	972658	4689220	71465959
	SB Bank	2017	USD	ANN	42932	79535605	130029030	41096756	0	12523097	78326347	1209257	5974369	97294075
	SB Bank	2018	USD	ANN	43297	93641756	151675421	52257924	12868	6723910	92066141	1575614	7037958	106227655
Pakistán	SDC	2014	USD	ANN	42185	11410048	0	4708712	0	513158	10737760	672288	1700853	13367700
	SDC	2015	USD	ANN	42551	14828803	0	5862115	0	462622	14065386	763418	1530889	16658597
	SDC	2016	USD	ANN	42916	18017735	33139705	7309648	315957	660284	17483417	534317	1676985	20265428
	SDC	2017	USD	ANN	43281	23947744	44926831	9735829	0	883852	23305545	642199	1601160	26522456
	SDC	2018	USD	ANN	43646	28259799	52589012	12979645	0	1508538	28259799	0	3189319	33781551
Bangladesh	Shakti Foundation	2014	USD	ANN	42185	46706013	0	16658628	269843	6438639	43188245	3517768	1250440	51116217
	Shakti Foundation	2015	USD	ANN	42551	55972622	0	18770850	547584	7236843	51317062	4655560	1922265	60660684
	Shakti Foundation	2016	USD	ANN	42916	76140523	124219064	24136653	722541	9797231	71362994	4777529	1929524	83538162
	Shakti Foundation	2017	USD	ANN	43281	82657159	148374208	27705078	2335721	4250545	78919114	3738045	8204809	94240457
	Shakti Foundation	2018	USD	ANN	43646	105779676	180882845	35474998	250651	2946920	101156620	4623057	12086749	119519179
Bangladesh	SKS Foundation	2014	USD	ANN	42185	15565202	0	5892974	0	1440536	14744269	820933	718603	18016337
	SKS Foundation	2015	USD	ANN	42551	19725856	0	7908274	276850	1095869	18984494	741362	3162153	25589956
	SKS Foundation	2016	USD	ANN	42916	27814234	48350291	10075815	145239	446146	26999716	814519	3727259	33769518
	SKS Foundation	2017	USD	ANN	43281	33131379	57942657	12642129	310766	1114596	32156509	974871	5208986	40807463
	SKS Foundation	2018	USD	ANN	43646	42578050	72376463	16325957	198734	6100074	40892287	1685763	1663877	50946014
Bangladesh	Society for Social Services	2014	USD	ANN	42185	105333878	0	50638653	0	3330597	102335691	2998187	11143045	119804021
	Society for Social Services	2015	USD	ANN	42551	138715829	0	58790076	1095864	2805518	134910069	3805759	10810276	152273931
	Society for Social Services	2016	USD	ANN	42916	190628338	342656661	71581765	249929	6439674	185962305	4666033	17744926	217505287
	Society for Social Services	2017	USD	ANN	43281	191429495	378921344	87801208	1413118	11045617	185535370	5894125	15927590	220569328
	Society for Social Services	2018	USD	ANN	43646	216863097	399306536	97147315	1379955	10908946	208875416	7987681	23887572	252698651
Bangladesh	SOJAG	2014	USD	ANN	42185	16001246	0	2495710	0	2902963	14910501	1090746	1508929	20853926
	SOJAG	2015	USD	ANN	42551	14291717	0	2662189	0	728156	12530095	1761623	1677724	17062584
	SOJAG	2016	USD	ANN	42916	13440047	0	2595006	0	187007	11783347	1656700	2130071	16459368
	SOJAG	2017	USD	ANN	43281	11672907	13174546	2339345	0	1296518	10295561	1377346	2396269	16358981
	SOJAG	2018	USD	ANN	43646	9902335	10752711	2087737	0	1230906	8180187	1722148	1629625	13121494
México	Solución Asea	2014	USD	ANN	42004	14397063	0	4527584	1001663	1096287	13367608	1029454	1096339	15838488
	Solución Asea	2015	USD	ANN	42369	11910104	0	3655706	848680	741580	11147800	762304	849751	12950053
	Solución Asea	2016	USD	ANN	42735	10745771	27666465	3538968	522318	758092	10173838	571933	1449628	12642293
	Solución Asea	2017	USD	ANN	43100	11301543	30143675	3665716	846980	575905	10668198	633345	806537	12738952
	Solución Asea	2018	USD	ANN	43465	10809791	27949094	4319192	790264	482151	10202199	607592	621061	11968239
Fiji	SPBD Fiji	2014	USD	ANN	42004	1050018	0	680755	0	272460	1035513	14505	43259	1402333
	SPBD Fiji	2015	USD	ANN	42369	1628288	0	714321	0	238457	1616693	11595	41529	1998126
	SPBD Fiji	2016	USD	ANN	42735	2211972	3818354	848579	0	110785	2191631	20341	57182	2455221
	SPBD Fiji	2017	USD	ANN	43100	2381800	3815138	977493	0	280071	2358146	23654	105113	2829158
	SPBD Fiji	2018	USD	ANN	43465	2906822	4713654	1495797	0	40851	2854839	51983	117506	3081537
India	Swayanshree Mahila	2014	USD	ANN	42094	3486987	0	2495091	867	10206	3434489	52498	12897	3517058
	Swayanshree Mahila	2015	USD	ANN	42460	4072074	0	2897926	0	98644	4022622	49452	17277	4200525
	Swayanshree Mahila	2016	USD	ANN	42825	5051193	5296007	3608643	0	314817	5000735	50458	27582	5410950

	Swayanshree Mahila	2017 USD	ANN	43190	5549078	5762401	4343528	0	991792	5549078	0	68778	6677122
	Swayanshree Mahila	2018 USD	ANN	43555	6220994	0	4537866	0	1405983	6220994	0	64683	7756790
México	Te Creemos	2014 USD	ANN	42004	57502505	0	32032383	5043985	4492736	55775282	1727223	6167895	71636864
	Te Creemos	2015 USD	ANN	42369	55453793	0	22751196	6805465	3606459	53637242	1816551	8973081	70842099
	Te Creemos	2016 USD	ANN	42735	73567752	134832735	18709548	10622150	3716736	70580553	2987199	15043781	96850000
	Te Creemos	2017 USD	ANN	43100	121107439	312021166	29406600	24742326	2136322	115490553	5616886	27417593	154361145
	Te Creemos	2018 USD	ANN	43465	117002342	264446033	35078803	30998008	1449962	110398100	6604242	35925968	154804577
Pakistán	Telenor Microfinance	2014 USD	ANN	42004	89260485	0	121858020	113199	20759322	88866617	393868	47763576	162922809
	Telenor Microfinance	2015 USD	ANN	42369	116168637	0	149461783	325871	25801030	115592259	576378	53198217	200744738
	Telenor Microfinance	2016 USD	ANN	42735	152879367	200502533	266824353	499935	57517526	151824046	1055321	128741218	348069473
	Telenor Microfinance	2017 USD	ANN	43100	225919516	282345724	331299602	1052942	69146083	223743137	2176380	117952498	425840499
	Telenor Microfinance	2018 USD	ANN	43465	235724234	323811427	302482177	3160802	57775508	235724234	0	131976968	446951746
Vietnam	Thanh Hoa MFI	2014 USD	ANN	42004	4865908	0	2386294	0	81353	4841267	24640	150058	5134053
	Thanh Hoa MFI	2015 USD	ANN	42369	6887955	0	3231082	0	66577	6853736	34219	745430	7706670
	Thanh Hoa MFI	2016 USD	ANN	42735	9496345	13382494	6373659	316	1184513	9449842	46504	159194	10830522
	Thanh Hoa MFI	2017 USD	ANN	43100	12453323	17644596	9450463	0	1897215	12391472	61852	144929	14461684
	Thanh Hoa MFI	2018 USD	ANN	43465	14261255	20105744	10919063	228	1868751	14191335	69920	140446	16225696
Bangladesh	TMSS Micro Credit	2014 USD	ANN	42185	168907115	0	56583217	0	14394453	162087471	6819643	10002659	193051518
	TMSS Micro Credit	2015 USD	ANN	42551	188950042	0	63693320	799187	17180793	181512584	7437458	3577420	211278121
	TMSS Micro Credit	2016 USD	ANN	42916	231918754	410045327	73102262	481171	18872661	223823529	8095225	9548747	261327467
	TMSS Micro Credit	2017 USD	ANN	43281	289555894	513020270	90271508	0	21533328	278936920	10618974	6210073	315708560
	TMSS Micro Credit	2018 USD	ANN	43646	342938731	591470677	109662091	1618032	30246661	328004879	14933851	3030716	371605994
Filipinas	TSPI	2014 USD	ANN	42004	36513404	0	17621662	493	2748698	33619042	2894363	3511986	43627646
	TSPI	2015 USD	ANN	42369	34590147	0	16172226	0	2934025	32992555	1597592	3177125	42469483
	TSPI	2016 USD	ANN	42735	35239042	88760470	14966352	0	3373579	33238855	2000188	2656744	42563973
	TSPI	2017 USD	ANN	43100	41795441	103318825	14564129	162527	4174054	39318575	2476866	2054940	48691439
	TSPI	2018 USD	ANN	43465	32811258	87813001	12307244	320608	5538932	28124569	4686689	3895779	41104555
Azerbaiyán	TuranBank	2014 USD	ANN	42004	294068745	0	184358974	0	66865385	294053969	14776	30344749	406342308
	TuranBank	2015 USD	ANN	42369	190981701	0	171402696	0	141996048	180000120	10981581	1660804	331885272
	TuranBank	2016 USD	ANN	42735	162983801	104359715	151375383	0	120613708	153572080	9411721	10833302	291805882
	TuranBank	2017 USD	ANN	43100	163641015	86589683	159143363	0	103823719	153141187	10499828	13220744	278808269
	TuranBank	2018 USD	ANN	43465	190843285	102852061	173080574	0	84082071	180193044	10650241	14494124	287455104
Vietnam	TYM	2014 USD	ANN	42004	35416171	0	18812625	0	7884015	35240531	175627	765202	44115319
	TYM	2015 USD	ANN	42369	38734896	0	24836087	0	8199763	38548010	186886	457957	47708010
	TYM	2016 USD	ANN	42735	45452014	88898988	30018677	0	5547901	45236949	215065	347901	51843849
	TYM	2017 USD	ANN	43100	52903887	100470009	35570258	0	10652177	52644912	258975	1124902	65085973
	TYM	2018 USD	ANN	43465	63126912	34735216	54423195	0	16060113	62812474	314437	870578	80788873
Pakistán	U Microfinance	2014 USD	ANN	42004	3443582	0	6982495	218	5238810	3420072	23510	7356206	18207201
	U Microfinance	2015 USD	ANN	42369	8764358	0	10155535	0	6597562	8702588	61771	5149662	21648446
	U Microfinance	2016 USD	ANN	42735	53468860	65206658	77755739	24727	27439519	53004997	463863	18200632	101550491
	U Microfinance	2017 USD	ANN	43100	96220411	135721564	108171665	0	30351965	95367834	852578	29385763	159310452
	U Microfinance	2018 USD	ANN	43465	121779037	0	146928809	0	89329549	121779037	0	32430891	248938017
Nepal	Unique Nepal LBSL	2014 USD	ANN	41836	3179339	0	2102627	0	288818	3110211	69127	67624	3614953
	Unique Nepal LBSL	2015 USD	ANN	42201	6976685	0	2863712	0	491187	6830022	146663	67786	7582112
	Unique Nepal LBSL	2016 USD	ANN	42567	10980259	0	4277464	0	2244896	10750895	229364	80931	13295926
	Unique Nepal LBSL	2017 USD	ANN	42932	15665181	25682947	7333257	0	1813290	15315173	350008	124316	19621187
	Unique Nepal LBSL	2018 USD	ANN	43297	16643241	27794312	9846912	0	1981009	16195411	447830	264476	18724160
Ruanda	Urwego Bank	2014 USD	ANN	42004	14355928	0	15658625	154846	7370449	13968088	387840	2824794	25877096
	Urwego Bank	2015 USD	ANN	42369	19506330	0	17454331	69751	3726412	19253200	253130	2795523	27935453
	Urwego Bank	2016 USD	ANN	42735	17705732	32107142	19807917	351213	5085415	16419808	1285924	4190792	27614966
	Urwego Bank	2017 USD	ANN	43100	12916987	0	18329574	0	9565426	12533263	383724	2061877	25314021
	Urwego Bank	2018 USD	ANN	43465	12184375	24381224	16798427	492538	6935272	11897804	286571	2457020	22274304
Paraguay	Visión Banco	2014 USD	ANN	42004	750322517	0	778020115	25492436	245298161	725315074	25007658	45668569	1040339602
	Visión Banco	2015 USD	ANN	42369	673220706	0	715374217	40411780	275319282	651320387	21900319	54758487	1000670732
	Visión Banco	2016 USD	ANN	42735	709748353	667272420	694909056	16934178	207590728	679813185	29935168	62820993	969006397
	Visión Banco	2017 USD	ANN	43100	828715723	746388812	867252716	23536675	261974654	795833940	32881783	54219603	1130116949
	Visión Banco	2018 USD	ANN	43465	839739756	568604310	879698081	34366960	157855351	803327940	36411816	175051210	1151846414
Bangladesh	Wave	2014 USD	ANN	42185	18100615	0	4899561	131850	399659	17721359	379256	1221095	19916706
	Wave	2015 USD	ANN	42551	25656550	0	6512334	85983	138236	25205656	450894	1266099	27065054
	Wave	2016 USD	ANN	42916	34493209	61985463	8626051	0	895970	33814410	678799	2484093	37762652
	Wave	2017 USD	ANN	43281	37004126	73334179	10042218	110693	3310331	36322786	681340	3683483	46035504
	Wave	2018 USD	ANN	43646	38592556	67373249	10886863	0	1754748	37060292	1532264	4738707	46332769
Camboya	WB Finance	2014 USD	ANN	42004	90901505	0	14734633	186425	11924794	90122198	779307	2610292	105882626
	WB Finance	2015 USD	ANN	42369	126332036	0	23510011	517650	15142903	125373311	958725	3557016	145697091
	WB Finance	2016 USD	ANN	42735	145366790	166791350	36498142	1052811	14154464	143710329	1656462	8486788	168554691
	WB Finance	2017 USD	ANN	43100	170463243	194863085	45217981	2117495	17118676	166888043	3575199	10607566	196416531
	WB Finance	2018 USD	ANN	43465	218330377	212945199	60202369	0	10225562	215291721	3038656	12684357	239890006
Papúa Nueva Guinea	Womens Micro Bank	2014 USD	ANN	42004	23809	0	1027793	0	1858683	23809	0	929728	3024967
	Womens Micro Bank	2015 USD	ANN	42369	187368	0	1130040	0	2272500	184632	2736	842132	3488597
	Womens Micro Bank	2016 USD	ANN	42735	250602	254605	1111693	0	1331907	248012	2590	748806	2496591
	Womens Micro Bank	2017 USD	ANN	43100	621279	938240	1467009	0	378407	613172	8107	1535651	2628620
	Womens Micro Bank	2018 USD	ANN	43465	1131644	1528767	1862858	6169	1030532	1107466	24177	770470	3102579