



CARNEGIE CONSULT

Investment Advisory Services



## MASSIF Beleidsevaluatie

28 juli 2010



1.	Voorwoord.....	3
2.	Executive Summary .....	4
3.	Inleiding .....	17
4.	Aanpak onderzoek en methodologie.....	20
5.	Literatuurtoets van de relevantie van MASSIF.....	26
5.1.	Inleiding .....	26
5.2.	Ontwikkelingsrelevantie van financiële sectorontwikkeling.....	26
5.3.	Ontwikkelingsrelevantie van microfinanciering .....	29
5.4.	Ontwikkelingsrelevantie van het investeren in het MKB.....	37
5.5.	Ontwikkelingsrelevantie van Housing Finance.....	41
5.6.	De rol van banken en kapitaalmarkten.....	43
6.	Relevantie van de opzet van het MASSIF fonds .....	46
6.1.	Doelstelling van MASSIF .....	46
6.2.	Toetsing van de voor MASSIF gebruikte instrumenten en rapportage..	51
6.3.	Ontwikkelingsrelevantie van MASSIF - Microfinancieringen .....	54
6.4.	Ontwikkelingsrelevantie van MASSIF - MKB financieringen .....	61
6.5.	Ontwikkelingsrelevantie van MASSIF- Housing Finance .....	63
6.6.	Conclusies en aanbevelingen .....	65
7.	MASSIF en de markt.....	71
7.1.	Additionaliteit MASSIF .....	71
7.2.	Additionaliteit en productdiversiteit MASSIF aan FMO-A.....	72
7.3.	Additionaliteit MASSIF aan overige marktpartijen.....	81
7.4.	Katalyserende werking MASSIF .....	86
8.	Beheer MASSIF door FMO .....	95
8.1.	Inbedding MASSIF-investeringen in FMO-organisatie en -processen...	95
8.2.	MASSIF portefeuillemanagement.....	102
8.3.	Conclusies en aanbevelingen .....	108
9.	Revolverend karakter MASSIF .....	110
9.1.	Operationele doelstellingen.....	110
9.2.	Revolverend karakter producten MASSIF .....	111
9.3.	Uitgangspunten .....	112
9.4.	Scenario's .....	114
9.5.	Conclusies en aanbevelingen .....	116
10.	Sturingsmogelijkheden BZ .....	116
10.1.	Analyse (formeel) sturingsmogelijkheden.....	117
10.2.	Toepassing sturing door BZ .....	120
	Bijlage 1: Gebruikte afkortingen .....	129
	Bijlage 2: Gebruikte documenten.....	130
	Bijlage 3: Economic Impact .....	132
	Bijlage 4: Portefeuilleoverzicht .....	136
	Bijlage 5: Interviews .....	141
	Bijlage 6: Terms of Reference.....	143
	Bijlage 7: Samenvatting SEAF .....	147
	Bijlage 8: FMO Scorecard – Corporate Policy Project Rating (GPR) van DEG.	152
	Bijlage 9: Cambodja Country Case.....	156



## 1. Voorwoord

In maart 2010 heeft het Ministerie van Buitenlandse Zaken Carnegie Consult opdracht gegeven om een evaluatie uit te voeren van het MASSIF-fonds dat wordt uitgevoerd door de Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO). Carnegie Consult was zeer geïnspireerd om deze evaluatie uit te voeren omdat private sector ontwikkeling een belangrijk speerpunt van haar adviesactiviteiten is en in de loop der jaren hier vanuit verschillende invalshoeken ervaring mee heeft opgedaan. In deze rapportage presenteren we de uitkomsten van het evaluatieonderzoek en beantwoorden wij uiteraard de in de Terms of Reference (ToR) gestelde de onderzoeksvragen.

Graag willen wij alle geïnterviewden en betrokken personen bedanken die hebben bijgedragen aan deze evaluatie. Allereerst betreft dit de medewerkers van FMO die direct verantwoordelijk zijn voor het management van het MASSIF-fonds, de betrokken functionarissen van het departement van Buitenlandse Zaken en de vele andere medewerkers en directie van FMO die uitgebreid tijd hebben vrijgemaakt om inzicht te verschaffen in het functioneren van MASSIF vanuit hun eigen invalshoek. Voorts danken wij de vertegenwoordigers van de 'peers' van FMO en de organisaties in Nederland en België die eveneens actief zijn als financier op het gebied van micro finance and MKB financiering in ontwikkelingslanden.

Het evaluatieonderzoek werd uitgevoerd onder toezicht van een begeleidingscommissie, die nauw betrokken is geweest bij de opzet van het onderzoek, de toegepaste methodologie, de selectie van te interviewen personen, klanten en organisaties en het opstellen van de vragenlijsten. Wij zijn de leden van de begeleidingscommissie zeer erkentelijk voor hun deskundig advies, commentaar en begeleiding in de afgelopen weken.

We hopen met de uitkomsten in het rapport een goed inzicht te hebben gegeven in de bijdrage die het MASSIF-fonds levert ten aanzien van duurzame economische groei, de kwaliteit van de investeringen en de kwaliteit van het beheer van het MASSIF-fonds.

Carnegie Consult B.V.

28 juli 2010



## 2. Executive Summary

### Beleidsvaluatie MASSIF-fonds

Ontwikkeling van de private sector is één van de belangrijke speerpunten van het Nederlandse ontwikkelingsbeleid voor het stimuleren van economische groei en daarmee bestrijding van armoede. De ontwikkeling van de financiële sector in ontwikkelingslanden is daarbij van grote betekenis. Financiële instellingen spelen een centrale rol in de economie doordat zij in staat zijn om besparingen om te zetten in productieve leningen en investeringen. De beheersing en het afdekking van risico's door financiële instellingen maakt het voor ondernemers en particulieren mogelijk om nieuwe initiatieven te ondernemen. Naarmate de financiële sector beter ontwikkeld is, wordt het voor hen eenvoudiger om lange termijnfinanciering te verkrijgen en om lange termijn risico's af te dekken.

De Nederlandse overheid heeft daarom een aantal instrumenten ingezet om met name de financiële sector in ontwikkelingslanden te stimuleren. De Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO) neemt daar een belangrijke plaats bij in omdat een belangrijk deel van haar activiteiten gericht is op de ondersteuning en ontwikkeling van de financiële sector in ontwikkelingslanden. In 2006 is in overleg met FMO besloten om het zogenaamde MASSIF fonds op te richten. Het MASSIF-fonds is ontstaan uit een samenvoeging van een drietal fondsen nl. het Fonds Kleinbedrijf (gestart in 1978), het Seed Capital fund (start in 1995) en het Balkan-fonds (1998). Het fonds is bijna EUR 300 mln groot en heeft haar middelen voor het overgrote deel ontvangen uit het overheidsbudget voor ontwikkelingssamenwerking. FMO heeft EUR 8 mln aan het fonds bijgedragen.

MASSIF beoogt enerzijds een bijdrage te leveren aan de ontwikkeling van de financiële sector als geheel in ontwikkelingslanden, anderzijds is het doel om financiële instellingen die de onderkant van de bancaire markt bedienen institutioneel en financieel te versterken. Concreet wil het fonds bijdragen aan:

- Armoedebestrijding door creatie van werkgelegenheid en inkomens via stimulering en betrekken van het lokale bedrijfsleven;
- Financiële sector ontwikkeling door het aanbieden van lange termijnfinancieringsbronnen die additioneel zijn aan lokale en internationale financieringsbronnen;
- Het implementeren van goede bestuursprincipes (corporate governance) op bedrijfsniveau;
- Een positieve duurzame economische, ecologische en sociale ontwikkeling.

### Doel van de evaluatie

Het doel van de evaluatie is een oordeel te geven over het gevoerde beheer van het MASSIF-fonds. Omdat het fonds pas 5 jaar bestaat en de relevantie in termen van impact moeilijk is vast te stellen, is besloten dat het onderdeel relevantie in dit rapport vooral aan de orde komt in het kader van literatuuronderzoek, de analyse van de instrumenten, de rapportage en portefeuille en aan de hand van onderzoek in een aantal geselecteerde dossiers.



Voor het bepalen van de effectiviteit en efficiency van het beheer van MASSIF zijn de volgende vragen onderzocht:

1. Kan MASSIF in zijn opzet een relevante bijdrage leveren aan duurzame groei en daarmee aan armoedebestrijding?
2. Wat is de additionaliteit van MASSIF?
3. In hoeverre heeft het fonds katalyserend gewerkt?
4. Zijn de juiste producten ingezet?
5. Is het beheer van het fonds doelmatig en effectief geweest?
6. Hoe groot moet het fonds zijn om te kunnen revolveren?
7. Zijn er voor de overheid voldoende mogelijkheden om invloed te kunnen uitoefenen op het beheer van het fonds?

## **Methodologie**

De evaluatie is uitgevoerd op basis van deskresearch en (telefonische) interviews met stakeholders. Voor de deskresearch is door onderzoekers gebruik gemaakt van een analyse van literatuur, portefeuillegegevens en dossiers, externe bronnen en documentatie van FMO en BZ op het gebied van beleid en afspraken. Naast gesprekken met beleidsmedewerkers van BZ en een groot aantal medewerkers van FMO, is er met een groot aantal marktpartijen en klanten gesproken. Op basis van deze gegevens komt het onderzoeksteam tot de volgende bevindingen en aanbevelingen.

## **Bevindingen**

### *Relevantie vanuit literatuuronderzoek*

Het uitgevoerde literatuuronderzoek bevestigt dat versterking van de financiële sector leidt tot economische groei en daarmee tot armoedevermindering. In dat kader zijn een aantal observaties vanuit de literatuur interessant:

#### Financiële sector ontwikkeling

- Voor ontwikkelingslanden geldt dat de effecten van financiële sectorontwikkeling breder en meer persistent zijn dan in ontwikkelde landen;
- Landen met een beter ontwikkeld financieel systeem groeien sneller en slagen er in om hun inkomensongelijkheid te verminderen en beter te presteren rond armoedebestrijding. Deze impact hangt wel samen met het niveau van inkomensongelijkheid;
- De belangrijkste bijdrage aan economische groei van de financiële sector ligt in het verminderen van de informatie- en transactiekosten en transactie 'enforcement';
- Het opheffen van kredietbeperkingen leidt tot een betere allocatie van kapitaal;
- Sectoren met een groot aantal kleine bedrijven kunnen sneller groeien in landen met een goed ontwikkelde financiële sector.

#### Microfinanciering

- Microfinanciering is een goede strategie om de status van arme bevolkingsgroepen te verbeteren en te komen tot economische 'empowerment'
- Microfinanciering kan echter niet altijd de allerarmsten bedienen;



- Er is een positieve relatie tussen sociale performance van financiële instellingen en hun financiële prestaties;
- Het meten van impact bij financiële instellingen stuit op een aantal methodologische belemmeringen en problemen die dergelijk onderzoek duur en moeilijk maken en niet altijd leiden tot de juiste waarnemingen en conclusies;
- Financiers en investeerders passen verschillende methoden van 'social performance measurement (SPM)' van (M)FI's toe. De Social Performance Task Force, CGAP probeert standaarden te ontwikkelen voor SPM en rapportage.

#### MKB financiering

- MKB-financiering vergt een ander soort vaardigheden en producten bij financiële instellingen dan het klassieke aanbod van microfinanciering ;
- Volgens een studie (SEAF 2007) hebben investeringen in het MKB in ontwikkelingslanden een aanzienlijke impact. Onder meer: elke geïnvesteerde dollar genereert \$ 12 in de lokale economie; de reële lonen stijgen gemiddeld met 26% tijdens de investeringsperiode, 7% van de inkomsten van MKB-bedrijven leidt tot lokale belastinginkomsten; MKB-bedrijven steunen gemiddeld 18 producenten, 10 distributeurs en 20 dienstverleners, 3 leveranciers van investeringsgoederen en 280 kleine producenten en boeren.

#### Housing finance

- Housing finance genereert economische groei door het creëren van werkgelegenheid, ondernemerschap en economische impact op andere sectoren.
- In deze sector is een verschil tussen tier 1 (hoge inkomens), tier 2 (middenklasse) en tier 3 (lage inkomens) relevant.

#### *De relevantie van (de opzet van) MASSIF*

Het MASSIF-fonds richt zich op een drietal sectoren/doelgroepen nl microfinanciering, MKB financiering en housing finance.

#### Microfinanciering

Op het gebied van microfinanciering heeft FMO met MASSIF (directe) financiering verstrekt aan tier 1 MFI's en (vooral indirect) aan tier 2/3 MFI's, maar ook naar commerciële banken en fondsen, naast 'greenfields'. Vanuit risicoperceptie zijn dit in de tijd gemeten juiste investeringen geweest; echter mede gelet op de ontwikkelingen van de microfinancieringsmarkt heeft FMO achteraf gezien beperkt bijgedragen aan een diversificatie van de sector. De markt van microfinanciering heeft zich de afgelopen jaren sterk ontwikkeld. De liquiditeit is enorm toegenomen ondanks de financiële crisis. Met name tier 1 organisaties kunnen thans - zowel in de lokale markt als bij (internationale) commerciële financiers - vrij gemakkelijk aan financiering komen. Zelfs kan worden vastgesteld dat 'start ups' van sterke en bekende holding companies in staat zijn om financiering van commerciële partijen aan te trekken. Wat opvalt, is dat FMO met MASSIF moeilijk rechtstreeks kleinere, gespecialiseerde en minder ontwikkelde MFI's kan bereiken. Juist daar lijkt een belangrijke toegevoegde waarde te liggen als het gaat om relevantie en impact. In de praktijk blijkt bijvoorbeeld dat weinig MFI's - veelal vanuit efficiency en risico-overwegingen - rurale gebieden bereiken, de landbouw bedienen of innovatieve vormen van financiering (value chain finance) ondersteunen. De aard van de FMO-organisatie en de efficiency is niet ingericht om met relatief kleine investeringsbedragen te werken; bovendien beschikt FMO ook niet over het relevante



netwerk en kennis om deze groep MFI's adequaat te kunnen bedienen. Een goede ontwikkeling in dit verband is dat FMO heeft geïnvesteerd in verschillende fondsen die dit soort MFI's (tier 2) wel als doelgroep hebben.

Bij het beoordelen van MFI's blijkt dat de procedures van FMO relatief weinig aandacht besteden aan een aantal sociale aspecten, ofschoon deze informatie van deze instellingen veelal wel beschikbaar is (bv. MIX-market). Daardoor is het moeilijk te beoordelen of FMO met MASSIF wel de meest relevante klanten op het gebied van social impact bedient. Bovendien blijkt de scorecard van organisaties als DEG, INCOFIN, Oikocredit en Triple Jump meer toegesneden op het transparant maken van de sociale performance van de instellingen door meer aandacht te besteden aan zaken als gender, client satisfaction & protection, outreach en human resources. Overigens stelde de analyse van de geselecteerde dossiers vast dat bijna alle dossiers positief beoordeeld konden worden op de ontwikkelingsrelevantie en toegang tot de 'lower end of the market'. Na een initiële screening op het moment van de investeringsbeslissing is er echter geen verdere opvolging van de inspanningen die MFI's leveren om hun sociale performance te verhogen. Aansturing door FMO is daardoor ook niet goed mogelijk. Een zeer gewaardeerde rol van FMO bleek de promotie van een 'MFI Sustainability Guidance'. Deze tool is met name gericht op het identificeren van de risico's verbonden aan investeringen op Environmental & Social gebied maar heeft niet tot doel het beoordelen en selecteren van klanten op relevantie.

#### MKB financiering

Een belangrijk deel van de MASSIF portefeuille is gericht op de financiering van het MKB. Uit verschillende studies blijkt het MKB een belangrijke motor is voor economische ontwikkeling en daarmee voor het bestrijden van armoede. Op het vlak van MKB-financiering heeft FMO duidelijk ervaring en wordt gezien als een invloedrijke professionele speler. FMO heeft een prima netwerk van financiële instellingen en fondsen waarover anderen financiers niet beschikken.

Bij de analyse van de activiteiten van MASSIF bleek echter dat er onvoldoende (bruikbare) informatie beschikbaar is in de MASSIF dossiers om een uitspraak te doen over de aard van de klanten en de financieringsproducten (ruraal/urbaan, outreach, aard van de sectoren, etc.). Deze informatie zou helpen om een verdere bevestiging te krijgen over de ontwikkelingsrelevantie van MKB financieringen.

#### Housing finance

Housing finance – via hypotheekverstrekkende instellingen - is binnen FMO (en dus ook MASSIF) een relatief nieuw aandachtsgebied. Op basis van de beschikbare gegevens is het moeilijk te bepalen wat de specifieke ontwikkelingsrelevantie is van de MASSIF housing-financieringen aangezien er weinig informatie beschikbaar is in de dossiers. De financiering zal ongetwijfeld een invloed hebben op de ontwikkeling van de bouwsector en het creëren van werkgelegenheid in deze sector. Het onderscheidende is in eerste instantie het innovatieve karakter van deze activiteit. Woningfinanciering is in veel ontwikkelingslanden een vrij nieuw verschijnsel. Vooralsnog zullen de financiële intermediairs van MASSIF die actief zijn op dit terrein (nog) niet de meest relevante doelgroepen (armere bevolkingsgroepen) kunnen bedienen maar zich richten op minder risicovolle groepen van het midden en hoger kader. Dat neemt niet weg dat deze vorm van financiering een eerste stap is naar mogelijk meer relevante doelgroepen.



### *Additionaliteit en productdiversiteit van MASSIF*

Voor FMO en dus zeker voor een fonds als MASSIF dat bereid is grotere risico's te nemen is de additionaliteit van de financiering van doorslaggevende betekenis. In het onderzoek is de additionaliteit zowel naar het FMO-A bedrijf als naar die van andere financiers aan de orde gekomen.

#### Additionaliteit MASSIF aan FMO-A

MASSIF onderscheidt zich in additionaliteit met name van FMO-A op de volgende gebieden:

- het aanbieden van lokale valutaleningen; 80% van de leningen portefeuille is lokale valuta financiering
- het financieren van start-ups en zeer sterk groeiende instellingen. Uit de dossieranalyse bleek een groot deel van de financieringen start-ups of zeer sterk groeiende bedrijven te betreffen
- financieren van kleinere bedragen
- het bedienen van een beperkter aantal landen; MASSIF richt zich meer op de armere landen

Hoewel MASSIF zich met bovenstaande toepassing van de criteria lijkt te onderscheiden zijn er in dit kader een aantal kanttekeningen te plaatsen:

- de scheiding tussen FMO-A en MASSIF op het gebied van start-up financieringen wordt erg rigide toegepast;
- de additionaliteit van MASSIF op het gebied van lokale valutaleningen neemt af door de komst van het TCX-fonds.

Op basis van de bevindingen van het dossieronderzoek kan gesteld worden dat MASSIF doorgaans additioneel is geweest aan FMO-A en de juiste instrumenten heeft ingezet; echter gelet op de ontwikkelingen in met name de micro finance markt kan de vraag gesteld worden of FMO zelf geen grotere rol kan spelen. De micro finance markt voor tier 1 organisaties is zeer liquide met tal van geïnteresseerde en actieve commerciële spelers. Afgezien van de kennis van een organisatie als FMO op het gebied van herstructureringen bij financiële problemen van klanten, lijkt er voor DFI's (en dus zeker voor MASSIF) geen rol als investeerder of financier meer weggelegd. Voor start ups van bekende 'holdings' (zoals Procredit) zou FMO ook op basis van risicobeoordeling een grotere rol moeten kunnen spelen en eventueel in samenwerking met MASSIF kunnen financieren. Ook het onderscheidende karakter van MASSIF bij het verstrekken van lokale valuta leningen is aanzienlijk verminderd door de komst van het TCX-fonds.

#### Additionaliteit MASSIF aan marktpartijen

De additionaliteit naar andere marktpartijen is vanuit de dossieranalyse positief beoordeeld. FMO heeft met MASSIF de juiste instrumenten ingezet behorend bij het risicoprofiel van de klanten. De additionaliteit van MASSIF kan beschouwd worden ten opzichte van verschillende partijen zoals: donoren en stichtingen, ondernemers (management), lokale investeerders/financiers, sociale investeerders, DFI's en IFI's, commerciële investeerders (private en institutionele) en commerciële banken. In dat verband blijkt uit het onderzoek dat MASSIF zich thans positioneert aan de onderkant van de markt van DFI's en IFI's en bij micro finance op een vergelijkbaar niveau zit van dat van een aantal commerciële fondsen. MFI's in het tier 2 of lagere segmenten worden door FMO met MASSIF niet rechtstreeks bereikt. FMO is zoals





eerder vermeld niet de meest efficiënte en geschikte partij om deze lagere segmenten winstgevend te kunnen exploiteren. Een uitzondering hierop vormt de fondsinvestering van MASSIF in Rural Impulse Fund die FMO de mogelijkheid geeft om kleinere en meer gespecialiseerde MFI's te bereiken via een organisatie die dergelijke activiteiten wel winstgevend kan exploiteren. Ook in het aanbieden van lokale valuta is MASSIF thans minder onderscheidend omdat een fonds als TCX deze mogelijkheid in een toenemend aantal landen eveneens biedt voor commerciële partijen of partijen ook zonder valuta-hedging bereid zijn in lokale valuta te financieren (bv. ANF-fonds).

### *Katalyserende werking van MASSIF*

De katalyserende werking van een investering/fonds wordt bepaald door de mate waarin de investering heeft bijgedragen aan het aantrekken van financiering van andere partijen. MASSIF kent een hogere risicobereidheid dan FMO-A. Wanneer MASSIF meer risico neemt kan het daarmee additionele financiering aantrekken. Een voorbeeld hiervan is het verstrekken van eigen vermogen door MASSIF, waarna andere partijen geneigd zijn vreemd vermogen te verstrekken.

Uit de geanalyseerde dossiers werd niet geheel duidelijk naar welke partijen MASSIF via een lagere positie in de kapitaalsstructuur (verstrekking van eigen vermogen) katalyserend is geweest. Voor wat betreft instellingen waar MASSIF een lening aan heeft verstrekt zien we voornamelijk lokale instellingen als aandeelhouder. MASSIF is in een beperkt aantal gevallen katalyserend geweest naar andere commerciële investeerders en mogelijk ook andere DFI's. Omdat deze grotendeels op hetzelfde niveau zijn ingestapt is het moeilijk te bepalen wie wie heeft gekatalyseerd. In ieder geval kan gesteld worden dat deze partijen gezamenlijk een belangrijk deel van de investering hebben opgebracht naast de lokale investeerders.

Voorts kan een katalyserende werking optreden naar FMO-A. In totaal werden er in de portefeuille 11 dossiers aangetroffen waar MASSIF een hogere risicopositie inneemt dan FMO-A. Over het algemeen betreft dit volgtijdelijke duo-deals (MASSIF en FMO-A). Het lijkt niet in het beleid van FMO te passen om met MASSIF tegelijkertijd financiering van FMO-A te mobiliseren.

Uit interviews met klanten en marktpartijen kwam naar voren dat FMO wordt gezien als één van de meest betrouwbare en flexibele DFI's. Omdat MASSIF niet als apart keurmerk in de markt is gezet wordt voor de klant een voordeel bereikt omdat deze met dit keurmerk makkelijker financiering kan aantrekken. Overigens is dit moeilijk te kwantificeren en baseert de evaluatie zich hier merendeels op verkregen informatie van klanten en marktpartijen. Tegelijkertijd kleeft er een nadeel aan het keurmerk. FMO heeft een sterke reputatie in de markt en wil deze behouden. Dit zou een reden kunnen zijn voor FMO om terughoudend te zijn in financiële instellingen met een verhoogd risicoprofiel.

Andere sterke elementen van MASSIF zijn dat FMO de mogelijkheid heeft om technische assistentie (Capacity Development) te verlenen bij financiële intermediairs en het innemen van board seats bij klanten. Deze vormen van ondersteuning zijn vaak van groot belang om de (M)FI's zodanig te versterken dat zij aantrekkelijk worden voor andere investeerders.



## *Het beheer van MASSIF door FMO*

Inbedding acquisitie, besluitvorming, monitoring

Het MASSIF-fonds is volledig geïntegreerd binnen de FMO-organisatie en haar interne processen. Dit geldt voor de gehele cyclus van acquisitie tot en met exit en evaluatie. Ook kan MASSIF van de expertise van de afdeling Special Operations gebruik maken wanneer klanten in problemen komen en er oplossingen gevonden moeten worden die zowel met de financiële belangen als de sociale aspecten rekening houden. In die zin kan MASSIF optimaal gebruik maken van de efficiency en kwaliteit van de FMO-organisatie. Ook het toezicht van DNB op FMO is een belangrijke asset voor de kwaliteit van de processen en procedures binnen FMO.

MASSIF kan binnen de FMO-organisatie in zekere mate gezien worden als de kraamkamer van het eigen FMO-bedrijf. Met MASSIF verkrijgt FMO toegang tot landen en markten die binnen het FMO-A bedrijf nog niet haalbaar blijken. In een aantal opzichten onderscheidt MASSIF zich van FMO-A onder meer door haar hogere risicobereidheid, het ontwikkelingsniveau van de klanten (o.a. start ups), de rol van de fondsmanager, beheersaspecten met betrekking tot lokale valutafinanciering en de transfers van investeringen naar FMO-A.

In dat verband zijn een aantal belangrijke observaties te maken:

- De fondsmanager speelt weliswaar een belangrijke rol in het beoordelingstraject van MASSIF-financieringen (door het geven van een goedkeuring), maar is niet betrokken bij de uiteindelijke besluitvorming in het investeringscomité van FMO waardoor niet duidelijk is of de argumentatie vanuit de doelstellingen van MASSIF wel voldoende meegewogen worden.
- Het proces van overheveling van MASSIF-investeringen naar FMO-A is onvoldoende structureel ingebed binnen de organisatie. In de reviews van investeringen wordt bijvoorbeeld niet structureel de vraag gesteld of investeringen in aanmerking zouden kunnen komen voor een transfer naar FMO-A, noch is duidelijk of er een beleid is om investeringen niet over te hevelen vanuit een beleid van rendementseisen voor MASSIF.

## Portefeuille management

De kwaliteit van het beheer van de portefeuille kan worden afgemeten aan de hand van meerdere aspecten. De relevantie, doelgroepen, additionaliteit en katalyserende werking zijn daarbij van buitengewoon belang. Echter de performance van het fonds toont het uiteindelijk bestaansrecht van MASSIF aan. Daarbij vielen de volgende zaken op:

- De samenstelling van de portefeuille van MASSIF is zeer evenwichtig samengesteld naar risico's. Er is geen sprake van een overconcentratie in landen, klanten of valuta's. Omdat MASSIF een belangrijk deel van haar financieringen in lokale valuta verstrekt, viel het op dat MASSIF (nog) geen gebruik maakt van de hedging mogelijkheden van TCX. Echter de portefeuillesamenstelling van MASSIF lijkt naar valuta's zodanig gediversifieerd dat hedging wellicht ook niet noodzakelijk is. Een duidelijk valutabeleid ontbrak echter voor MASSIF.



- Op basis van de door FMO aangeleverde cijfers kan geconstateerd worden dat de nettowinst in drie van de vier jaar achterbleef bij de nettowinst van FMO-A. In één van de vier jaar heeft het fonds door verlies ingeteerd op de omvang van het fonds. Dit werd echter gecompenseerd door de winsten in de omliggende jaren.
- De performance van het fonds fluctueert nogal in vergelijking met het FMO bedrijf. Dit is in belangrijke mate toe te schrijven aan de beperkte omvang van het fonds, het hogere risicogehalte en grotere bewegingen bij een kleiner aantal klanten.
- De discussie rond de vergoeding voor het beheer van het fonds is verengd tot een discussie over de kosten van FMO voor de inzet van personeel (FTE's) en lijkt los te staan van de beperkingen die het fonds kent om bijvoorbeeld revolverend te zijn. De subsidiebeschikking is in dit verband wel helder en relateert de vergoeding van FMO aan een aantal incentives (uitbetalingen, uitstaande portefeuille en gemaakte exits).

### *Revolverend karakter van MASSIF*

Bij het oprichten van het MASSIF-fonds is in het plan van aanpak behorende bij de subsidiebeschikking gesteld dat het fonds revolverend zou moeten zijn. Om te kunnen bepalen of het fonds inderdaad revolverend is en hoe groot het fonds dan zou moeten zijn, zijn de uitgangspunten gehanteerd zoals deze in één van de bijlagen van de subsidiebeschikking zijn verwoord. Vervolgens zijn er een aantal aannames gedaan en mogelijke scenario's ontwikkeld. Deze laten het volgende zien:

Op basis van de aannames zoals geformuleerd in de subsidiebeschikking en gestelde minimum rendementseisen is het MASSIF-fonds in een base case scenario niet reëel revolverend. Indien wordt gekeken naar de gemiddelde performance van MASSIF over de afgelopen 4 jaar lijkt het fonds wel revolverend. Hierbij kan worden aangetekend dat de resultaten over de afgelopen 4 jaar echter zeer schommelend zijn geweest.

Als de vermogensstructuur gehandhaafd blijft op het huidige niveau, kan MASSIF jaarlijks 53,5 miljoen (+inflatiecorrectie) uitzetten mits de door ons gedefinieerde aannames uit de base case gehaald worden; BZ moet dan wel jaarlijks 0,4% van de omvang van het fonds bijstorten. Wanneer het economisch tij verslechtert, is al snel een groter fonds nodig om deze jaarlijkse investering te halen, en zal ook het jaarlijks verlies aangevuld moeten worden (omdat het fonds anders überhaupt niet revolverend kan zijn).

FMO heeft diverse mogelijkheden om het revolverende karakter van het fonds te beïnvloeden. Zo leiden kostenbesparingen ertoe dat jaarlijks meer geld geherinvesteerd kan worden. Een mogelijkheid om deze kostenbesparingen te bereiken is de beheerskostenvergoeding neerwaarts bij te stellen. Een andere belangrijke keuze is de verhouding tussen schuld en eigen vermogen. Met investeringen in 'schuld' is het fonds sneller revolverend, omdat er jaarlijks een aflossing en rentebetaling plaatsvindt. Met investeringen in equity daarentegen kan de hoogte en het tijdstip van betaling niet exact bepaald worden.

### *Sturingsmogelijkheden van BZ*

Het MASSIF-fonds is afgezien van een bijdrage van EUR 8 mln volledig gefinancierd met middelen uit de begroting voor ontwikkelingssamenwerking. In die zin is het van



belang dat de overheid invloed kan uitoefenen op het beleid en de werking van het MASSIF-fonds. Onderzocht is welke mogelijkheden de overheid heeft – formeel en informeel – om te sturen:

Het ministerie heeft op basis van de subsidiebeschikking en de uitvoeringsovereenkomst voldoende mogelijkheden voorhanden om in formele zin de uitvoering van MASSIF aan te sturen.

Het reguliere fondsenoverleg is formeel de meest voor de hand liggende gelegenheid waar BZ de uitvoering van MASSIF kan aansturen. Hiervan lijkt weinig gebruik te zijn gemaakt gelet op de frequentie en inhoud van het overleg.

Er vindt frequent informeel overleg plaats over diverse operationele en beheertechnische zaken. Een inhoudelijk overleg blijft veelal beperkt tot overleg tussen de direct betrokkenen (programmamanager en eerstverantwoordelijke BZ beleidsmedewerker) en vindt niet plaats op een hoger dan wel meer generiek niveau over beleidsinhoudelijke onderwerpen.

BZ beschouwt – door politieke druk om uitgaven beter te verantwoorden – FMO steeds meer als één van de uitvoerders van door haar uitbestede programma's en wordt FMO steeds minder herkend als een bijzonder kanaal voor private sector ontwikkeling.

Discussie en meningsverschillen over technische zaken lijken de relatie tussen de Staat en FMO in negatieve zin te beïnvloeden waardoor beleidsinhoudelijke zaken nauwelijks aan de orde komen. BZ heeft ook een voorkeur voor een rol op afstand en ziet de evaluatie van MASSIF als het meest geëigende moment om het programma inhoudelijk bij te sturen.

Het ministerie is de laatste twee jaar in toenemende mate ontevreden over de wijze waarop de uitvoerder rapporteert over de additionaliteit en 'outcome' van MASSIF-investeringen en is van mening dat het hierdoor onvoldoende mogelijk is om over de ontwikkelingsrelevantie een inhoudelijk oordeel te vellen. FMO is daarentegen van oordeel dat – hoewel voor verbetering vatbaar – de rapportages voldoende houvast bieden. Beide partijen erkennen dat mogelijk een verschil in beeld wat ontwikkelingsrelevantie voor hen betekent hieraan ten grondslag ligt. In de visie van FMO is ontwikkelingsrelevantie onlosmakelijk verbonden met rendement, terwijl BZ sturing op ontwikkelingsrelevantie centraal stelt en een voor de continuïteit van het fonds noodzakelijk rendement nevensgeschikt acht. Als gevolg hiervan lijkt FMO zich onvoldoende bewust van het belang van een meer uitgebreide rapportage over de ontwikkelingsrelevante resultaten van MASSIF, terwijl BZ het belang van een voor de continuïteit van het fonds noodzakelijk rendement onvoldoende lijkt te erkennen.

Een kritisch aandachtspunt is de continuïteit en mate waarin kennis van financiële sectorontwikkeling en financiële instellingen aanwezig is bij de opdrachtgever. Dit aspect is van belang om als professionele gespreks- en onderhandelingspartner te kunnen fungeren. De kwaliteit van aansturing is hiervan mede afhankelijk. Dit punt werd onderkend in interviews met diverse vertegenwoordigers van zowel de opdrachtgever als de uitvoerder. Het huidige personeelsbeleid van het ministerie, met roulerende, generiek opgeleide beleidsmedewerkers biedt voor dit specifieke, financieel-technische terrein onvoldoende waarborg voor een professionele aansturing.



## **Aanbevelingen**

### *Relevantie opzet van MASSIF*

FMO zou zich op het terrein van microfinanciering meer moeten richten op organisaties die tier 2/3 organisaties als werkgebied kennen. Gelet op de geringe investeringsomvang en de benodigde specifieke kennis die hiervoor nodig is, verdient het aanbeveling dergelijke investeringen via gespecialiseerde fondsen te geleiden die hier meer voor zijn geëquipeerd. In dat kader zou er meer aandacht moeten zijn voor nieuwe initiatieven op dit terrein zoals MFI's die zich meer op rurale gebieden richten, of op landbouw, op value chain financing e.d..

FMO/MASSIF moet haar social performance screening meer in lijn moeten brengen met 'best practices' rond de impact en sociale performance van microfinanciering. De analyse dient samen met de klant uitgevoerd te worden en te worden geïntegreerd in het due diligence proces. Voorts verdient het aanbeveling opvolging te geven aan social performance management (SPM) tijdens de looptijd van de investering.

Ondersteuning vanuit technisch assistentie programma's (zoals het huidige CD programma) kan meer ingezet worden voor het boeken van vooruitgang op het terrein van SPM.

Intensivering van de activiteiten van MASSIF in de MKB-sector wordt van harte aanbevolen. Daarbij moet meer aandacht worden besteed aan het stimuleren van aangepaste en nieuwe producten bij partnerorganisaties met als doel het bereik te vergroten. Participaties in het MKB segment zijn daarbij een goed instrument voor het opzetten van fondsen voor specifieke doelgroepen. Gezien de belangrijke rol die FMO speelt op het vlak van het versterken van het financiële instellingen ten voordele van het MKB, mag terecht van MASSIF verwacht worden dat bij de screening meer ontwikkelingsrelevante aspecten meegenomen worden zodat de ontwikkelingseffecten transparant en daardoor geoptimaliseerd kunnen worden. Het instrument dat FMO ontwikkeld heeft om MFI's toe te laten om de sociale en leefmilieu- risico's in kaart te brengen, is een interessant instrument, dat ook gepromoot kan worden bij andere organisaties die het MKB financieren (ook al dient deze tool verder verfijnd en aangepast te worden).

Het is aanbevolen dat MASSIF haar financiering van housing finance continueert, maar meer inzichtelijk maakt welke resultaten op 'sociaal gebied' bereikt zijn en welke inspanningen geleverd worden om naast de hogere- en middenklasse, ook op termijn de 'lower end of the market' te bereiken met eventueel aangepaste producten.

De evaluatie wil eveneens onderstrepen dat MASSIF haar rol verder dient te spelen in het verbreden van de financiële sector door het stimuleren van de opstart van nieuwe financiële instellingen en door het versterken van regionale integratie. Daarnaast zou MASSIF meer aandacht moeten besteden aan ontwikkeling van rurale gebieden, aan de ontwikkeling van nieuwe bankproducten en het bereiken van nieuwe doelgroepen en een voortrekkers rol kunnen spelen rond environmental and social management systems.

MASSIF zou versterkt kunnen worden als kenniscentrum van (indirecte) MKB financieringen.



### *Additionaliteit en productdiversiteit*

De additionaliteit van MASSIF zou kunnen worden vergroot door het strikt voor FMO-A gedefinieerde criterium om start-up financieringen niet toe te staan, los te laten en de scheiding meer op pure risicofactoren (bijvoorbeeld de RF, Risk Factor) te baseren. Ook startende financiële instellingen met een sterk management en/of sterke holdingstructuur zouden onder omstandigheden in aanmerking kunnen komen voor FMO-A.

Een duidelijk beleid voor lokale valuta financiering is door FMO nog niet ontwikkeld. Zo zou duidelijk moeten zijn wanneer FMO-A (plus TCX) ingezet wordt voor lokale valutafinanciering dan wel MASSIF meer de aangewezen weg is voor dergelijke financieringen. Het verdient de aanbeveling dit beleid nader uit te werken in samenhang met een valutabeleid voor de gehele portefeuille van MASSIF.

MASSIF zou zich meer moeten richten op financiële instellingen die het MKB-segment bedienen. De additionaliteit van MASSIF in dit segment is veel duidelijker en onomstreden. Bovendien beschikt FMO over een uitstekend netwerk van financiële intermediairs en partners (banken, PE/VC fondsen) die deze markt goed kunnen bedienen.

Op het gebied van microfinanciering zou FMO moeten onderzoeken in hoeverre MASSIF ook het lagere segment (tier 2,3) van MFI's kan bedienen. De participatie in nieuwe fondsen van sociaal georiënteerde commerciële fondsen is een goede optie om deze categorie MFI's op een efficiënte en effectieve wijze te bereiken.

### *Katalyserende werking MASSIF*

Onderzocht zou moeten worden in hoeverre er een beleid ontwikkeld kan worden om met investeringen van MASSIF meer FMO-A financieringen te katalyseren op het moment van de eerste financiering.

Voor het katalyseren van co-investeerders is het van belang dat FMO alle middelen inzet om de klanten van MASSIF beter te positioneren voor nieuwe commerciële investeerders. Een effectieve inzet en beschikbaarheid van technische assistentieprogramma's is daarbij vaak onontbeerlijk en wordt van harte aanbevolen. Ook een effectieve en deskundige invulling door FMO van 'board seats' draagt daartoe bij.

### *Beheer en revolverend karakter MASSIF*

Ofschoon de manager van het MASSIF-fonds iedere investering dient goed te keuren verdient het aanbeveling om deze functionaris bij de discussies in het investeringscomité te betrekken. Dit vanwege zijn nauwe werrelatie met DGIS, waardoor de prioriteiten en aandachtspunten van het ministerie beter meegenomen worden in de uiteindelijke investeringsbeslissing.

Jaarlijks wordt een (al dan niet verkorte) review geschreven over iedere klant. In deze review wordt niet beschreven of de investering in de klant eventueel rijp is voor een



overheveling naar FMO-A. Aanbevolen wordt dit wel expliciet in de jaarlijkse reviews op te nemen.

Voor het managen van valutarisico's dient een beleid ontwikkeld te worden vergelijkbaar met dat van TCX. Een andere optie zou zijn om TCX ook voor MASSIF in te zetten. Voorwaarde bij de laatste is dan wel dat TCX vrijwel alle MASSIF landen kan bedienen.

De performance van het fonds kan verbeterd worden door een management fee af te spreken die in ieder geval is gemaximeerd om te voorkomen dat niet kan worden voldaan aan één van de belangrijkste uitgangspunten van MASSIF nl. het revolverende karakter van het fonds. Het is in dat verband van belang dat er spoedig definitieve afspraken worden gemaakt over de beheerskosten die FMO in rekening mag brengen.

Tenslotte wordt aanbevolen een beleid te ontwikkelen waarin duidelijk de omvang van de jaarlijkse uitzettingen wordt bepaald. Tevens zou dan kunnen worden bepaald wat de bijbehorende gewenste debt / equity verhouding is.

#### *Sturingsmogelijkheden door BZ*

Het reguliere fondsenoverleg is de meest voor de hand liggende gelegenheid om beleidsinhoudelijk het programma aan te sturen. Het is van belang om de frequentie van 2x per jaar vast te houden en het verdient aanbeveling om daarnaast 1x per jaar, een informele sessie te houden die in het teken staat van de vraag wat BZ wil bereiken met het fondsenbedrijf en MASSIF in het bijzonder.

Het verdient aanbeveling - mede gelet op de omvang van het fonds en het belang van het instrument voor alle betrokkenen - om de betrokkenheid van zowel het management van FMO als de directie DDE bij het fondsenbedrijf te versterken door directeuren van beiden te laten deelnemen aan het fondsenoverleg.

Voor een goede inhoudelijke aansturing is het van essentieel belang dat continuïteit van aansturing en aanwezige kennis van financiële sectorontwikkeling en financiële instellingen bij de opdrachtgever voldoende geborgd zijn.

De uitvoerder dient met voorrang de rapportage over de 'outcome' van MASSIF en de additionaliteit van investeringen beter af te stemmen op de behoeften van het ministerie, zodat het vertrouwen in het systeem van FMO om voldoende ontwikkelingsrelevante resultaten te behalen wordt vergroot.

Zowel vanuit de maatschappelijke discussie over de relevantie van ontwikkelingsgelden en besteding van middelen als de behoefte bij marktpartijen om beter inzicht te krijgen in de werking van MASSIF, verdient het aanbeveling om transparantie van het fonds te vergroten en een voor externe doeleinden te gebruiken jaarverslag van MASSIF te publiceren.

Gezien de vrij extensieve wijze van aansturing van MASSIF door de opdrachtgever – hetgeen in lijn is met het op relatieve afstand van de overheid staande karakter van FMO – verdient het aanbeveling om het moment van de evaluatie en de uitkomsten hiervan te gebruiken om een (herzien) plan van aanpak op te stellen waarin nieuwe beleidsuitgangspunten van de opdrachtgever tot hun recht kunnen komen. Op basis van



dit plan van aanpak kunnen vervolgens een nieuwe subsidiebeschikking en daarop aangepaste uitvoeringsovereenkomst worden opgesteld.





### 3. Inleiding

#### *De context van FMO en MASSIF*

De Nederlandse overheid (en de internationale donorgemeenschap) ziet ontwikkeling van de private sector als één van de belangrijke instrumenten om economische groei (en daarmee armoedebestrijding) in ontwikkelingslanden te bereiken. Daarbij is ontwikkeling van de financiële sector van grote betekenis. In een notitie van september 2008 van de minister voor Ontwikkelingssamenwerking aan de 2<sup>e</sup> Kamer wordt gesteld: “Een goed functionerende financiële sector is een van de randvoorwaarden voor de ontwikkeling van de private sector. Financiële instellingen spelen een centrale rol in de economie doordat zij in staat zijn om besparingen om te zetten in productieve leningen en investeringen. De beheersing en afdekking van risico's door financiële instellingen maakt het voor ondernemers en particulieren mogelijk om nieuwe initiatieven te ondernemen. Naarmate de financiële sector beter ontwikkeld is, wordt het voor hen eenvoudiger om lange termijnfinanciering te verkrijgen en om lange termijn risico's af te dekken”. De Nederlandse overheid heeft daarom een aantal instrumenten ingezet om met name de financiële sector in ontwikkelingslanden te stimuleren.

FMO is in dit verband ‘het’ Nederlandse loket op het gebied van private sectorfinanciering in ontwikkelingslanden. Het overgrote deel van de uitstaande portfolio is gericht op de financiële sector. FMO is in de internationale context binnen deze sector een grote speler zowel wat betreft deelname in financiële instellingen alsook vergroting van het aanbod aan financiële diensten. FMO beschikt over een netwerk van ongeveer 200 lokale banken waarmee in ontwikkelingslanden wordt samengewerkt.

Via de speciale programma's *Capacity Development* (CD, voor technische assistentie) en het fonds voor hoge risicofinanciering MASSIF wordt geïnvesteerd in de kennis en mogelijkheden van kleine lokale banken die kredietverlening aan het midden- en kleinbedrijf en kleine ondernemers (microfinanciering) willen vergroten. In omvang is het MASSIF-fonds het grootste instrument dat door de Nederlandse overheid wordt ondersteund in het kader van private sector ontwikkeling. Het MASSIF fonds is complementair aan het reguliere FMO bedrijf en beoogt de onderkant van de financiële sector in ontwikkelingslanden te ondersteunen ten behoeve van de ondernemers en consumenten die nu onvoldoende worden bediend. Het MASSIF-fonds functioneert geheel binnen de kaders van de overeenkomst tussen de Nederlandse Staat en FMO d.d. 16 november 1998 en de daarbij behorende criterianota.

#### *Wat is het MASSIF-fonds en welke doelstellingen kent zij?*

Het MASSIF-fonds is in 2006 ontstaan uit een samenvoeging van een drietal fondsen nl. het Fonds Klein bedrijf (gestart in 1978), het Seed Capital Fund (start in 1995) en het Balkan-fonds (1998). Het fonds is bijna EUR 300 mln groot en heeft haar middelen voor het overgrote deel ontvangen uit het overheidsbudget voor ontwikkelingssamenwerking. FMO heeft EUR 8 mln in het fonds bijgedragen.

De Nederlandse overheid en FMO beogen met MASSIF het volgende: “om via een revolverend fonds een bijdrage te leveren aan de opbouw en verbetering in ontwikkelingslanden (waaronder de minst ontwikkelde landen) en opkomende markten van de financiële infrastructuur gericht, doch niet noodzakelijkerwijs exclusief, op het



bedienen van ondernemers en consumenten aan de onderkant van de markt (de eindgebruiker)<sup>1</sup>. Dit betekent dat MASSIF enerzijds beoogt financiële diensten in de brede zin van het woord te verschaffen en anderzijds financiële instellingen die de onderkant van de bancaire markt bedienen institutioneel en financieel te versterken. Concreet wil het fonds bijdragen aan:

- Armoedebestrijding door creatie van werkgelegenheid en inkomens via stimulering en betrekken van het lokale bedrijfsleven;
- Financiële sector ontwikkeling door het aanbieden van lange termijnfinancieringsbronnen die additioneel zijn aan lokale en internationale financieringsbronnen;
- Het implementeren van goede bestuursprincipes (corporate governance) op bedrijfsniveau;
- Een positieve duurzame economische, ecologische en sociale ontwikkeling

Op de website van FMO wordt het klantenprofiel als volgt omschreven:

*“MASSIF clients are financial institutions that do not or have limited access to finance, let alone local currency financing. They are intermediaries to a wide group of micro and small businesses and less well to do households. They also offer broad financial services to clients including savings products, cash flow management and those mentioned earlier. In general, there are three types of intermediaries:*

- *Commercial banks looking to expand client base by downscaling;*
- *Microfinance institutions seeking to widen services offering; and*
- *Non-governmental organizations keen to professionalize and gain official financial status.*

*These are actively scaling-up by introducing financial products and services to their existing clients.”*

Kenmerkend voor MASSIF is de focus op financiële sector ontwikkeling waarbij de ingezette middelen altijd in dienst staan van instellingen die bereid zijn de onderkant van de bancaire markt te bedienen of bestaande dienstverlening uit te breiden voor dit segment.

#### *Doelstellingen van het onderzoek*

De evaluatie heeft tot doel een oordeel te geven over het tot dan toe door FMO gevoerde beheer over het MASSIF-fonds. Omdat het fonds pas 5 jaren operationeel is, is de relevantie van het fonds nog moeilijk vast te stellen omdat de multiplier-effecten van de investeringen in financiële instellingen op hun omgeving, en dus de ontwikkelingswaarde van de investeringen nog niet goed meetbaar zijn. De nadruk van deze evaluatie ligt daarom met name op het beheer van het fonds tijdens de beschikkingsperiode.

De doelstellingen van de evaluatie zijn inzicht te krijgen:

1. of het MASSIF-fonds in zijn opzet een relevante bijdrage kan leveren aan duurzame groei en daarmee aan armoedebestrijding en het behalen van Millenniumdoelstelling 1 (halveren van de armoede).

---

<sup>1</sup> Annex a.2 bij subsidiebeschikking MASSIF DDE-0605/2006



2. in de kwaliteit van de deelnemingen, leningen, garanties en de bijdrage van deze producten aan duurzame groei.
3. de kwaliteit van het beheer en de uitvoering van het MASSIF-fonds door FMO.

Hiervoor heeft opdrachtgever in de Terms of Reference (ToR) een 6 tal specifieke vragen geformuleerd die in deze evaluatie aan de orde komen en worden beantwoord. In annex 1 ToR worden deze specifieke vragen onder 2 geformuleerd.

De bevindingen van de evaluatie zullen mede worden gebruikt bij de oordeelsvorming over een eventuele bijstelling van het beheer en/of aanpassing van de investeringscriteria.

#### *Beperkingen van het onderzoek*

Omdat er al een aantal onderzoeken in opdracht van het ministerie van Buitenlandse Zaken liepen naar de beheersvergoedingenstructuur van MASSIF en de waarderingmethode van investeringen die van MASSIF aan FMO-A worden overgedragen is deze problematiek slechts in beperkte mate in het rapport aan de orde geweest. Carnegie Consult heeft beperkt kennis kunnen nemen van de afspraken en uitkomsten van deze onderzoeken en heeft deze gegevens voor zover mogelijk zonder eigen analyse gebruikt voor onder meer het berekenen van het revoluerende karakter van MASSIF.

Voorts is tijdens de inceptiefase afgesproken dat een impactonderzoek niet mogelijk is omdat het MASSIF fonds relatief 'jong' is en daarom behoren impactmetingen niet tot de mogelijkheden. Bovendien maakte een veldonderzoek geen onderdeel van het onderzoek uit. Om enig inzicht te krijgen in hoeverre FMO bijdraagt aan de versterking van de financiële sector in landen heeft Carnegie Consult in overleg met opdrachtgever een kort onderzoek uitgevoerd voor Cambodja om na te gaan hoe deze sector zich in dit land heeft ontwikkeld en welke bijdrage FMO hieraan heeft geleverd.

#### *Opbouw van het rapport*

Het evaluatierapport is als volgt opgebouwd. In hoofdstuk 4 wordt de aanpak van het onderzoeken beschreven. Hoofdstuk 5 en 6 gaan uitgebreid in op de relevantie van MASSIF en geven hierin onder meer inzicht via een literatuuronderzoek. Hoofdstuk 7 beschrijft de markt waarin MASSIF opereert en behandelt de additionaliteit en katalyserende werking van het fonds. Hoofdstuk 8 analyseert het beheer door FMO en hoofdstuk 9 gaat in op het revoluerend karakter van het fonds. Hoofdstuk 10 beschrijft de 'governance' van het fonds en besteedt uitgebreide aandacht aan de relatie FMO met de overheid en de mate waarop de overheid invloed uitoefent en kan uitoefenen op de werking van MASSIF. Voorts is een 'executive summary' toegevoegd aan het rapport met daarin besproken de belangrijkste bevindingen, conclusies en aanbevelingen. De bijlagen van het rapport bevatten, onder meer, de gebruikte bronnen, literatuurlijst, portefeuillegegevens, en het eerder genoemde onderzoek voor Cambodja.



## 4. Aanpak onderzoek en methodologie

De eerste fase van de evaluatie bestond uit een zogenaamde inceptiefase. Carnegie Consult heeft met de leden van de begeleidingscommissie een inceptierapportage besproken waarin onder meer de aanpak, de methodologie, de benoeming van indicatoren en de reikwijdte van het onderzoek zijn besproken.

Het onderzoek behandelt de volgende onderwerpen, zoals geformuleerd in de ToR:

- Relevantie MASSIF
- Additionaliteit, productdiversiteit & katalyserende werking
- Doelmatigheid van het beheer van MASSIF door FMO
- Revolverend karakter van het fonds
- Sturingsmogelijkheden van het ministerie van Buitenlandse Zaken (DGIS/DDE)

Voor de analyse van deze onderwerpen maakten de onderzoekers gebruik van de volgende informatiebronnen:

- Literatuur
- Portefeuilledata & dossiers
- Externe databronnen
- Interviews met FMO medewerkers, BZ, marktpartijen, klanten, en stakeholders
- Documentatie FMO en BZ

### *Literatuuronderzoek*

Het literatuuronderzoek is voornamelijk ondersteunend aan het beantwoorden van de relevantievraag: *“Zijn de activiteiten en te verwachten resultaten relevant voor de ontwikkeling van de private sector in ontwikkelingslanden (landenlijst) en daarmee voor economische groei en daarmee voor armoedebestrijding en het behalen van Millenniumdoelstelling 1?”*

De literatuur over financiële sectorontwikkeling en de directe en indirecte relatie over economische groei is zeer uitgebreid. Een selectie is gemaakt van de meest relevante en toonaangevende onderzoeken waarbij een zo genuanceerd mogelijk beeld is geschapen. De bevindingen uit de literatuur zijn zoveel mogelijk gecategoriseerd naar type financiële instelling (waar mogelijk en relevant). Over de afgelopen jaren is er een enorme groei geweest in literatuur en interesse in microfinancieringsinstellingen (MFI's) waardoor in het literatuuronderzoek een uitsplitsing is gemaakt naar MFI's, financiële instellingen en/of fondsen gericht op het midden- en kleinbedrijf en hypotheekverstrekkers.

### *Portefeuille data en dossier onderzoek*

De samenstelling en kenmerken van de portefeuille zijn onderzocht door middel van een spreadsheet van FMO, dat jaarlijks wordt gemaakt. Hier zijn gegevens aan toegevoegd ten aanzien van het inkomensniveau van de landen volgens de Wereldbank indeling. Met behulp van het aldus opgebouwde bestand zijn dwarsdoorsnedes van de portfolio gemaakt ten aanzien van de omvang van de investeringen, het type product, de valuta's, de landen en regio's waarin geïnvesteerd werd, de risico's (FSF en RF), de doelen van de investeringen en het type instelling waarin geïnvesteerd werd.



Vervolgens hebben wij 20 dossiers geselecteerd die een representatieve groep vormen voor de MASSIF-portefeuille. Na de dossierselectie hebben wij de betreffende dossiers uit het systeem van FMO (op)gehaald en geanalyseerd op de volgende elementen:

- Type klant (MFI, startup, commerciële bank, etc)
- Type product (equity, lening of mezzanine)
- Additionaliteit en katalyserende werking
- Relevantie
- Beheer en opvolging
- Financials

Voor een aantal dossiers zijn er ook telefonische interviews met klanten geweest om bepaalde elementen te verhelderen en navraag te doen naar de ervaringen met FMO en MASSIF.

#### *Externe databronnen*

In het onderzoek is voor zover relevant gebruik gemaakt van externe databronnen. De databronnen die we hebben gebruikt voor het onderzoek waren:

- MFI data van MiXmarket
- IMF database voor financial sector development
- Wereldbank data over inkomensniveau van landen
- Jaarverslagen en publicaties van marktpartijen en DFI's.

Deze data zijn gebruikt om de portefeuilledata aan te vullen en zijn met name van waarde geweest bij de analyse van de relevantie van MASSIF en de bepaling van de additionaliteit van MASSIF investeringen.

#### *Interviews*

Het onderzoeksteam heeft veel verschillende partijen en personen geïnterviewd: zie voor volledige lijst – annex 5.

De teamleden van het onderzoeksteam hebben met een groot aantal personen van verschillende afdelingen van FMO gesproken. Hoewel veel informatie over MASSIF en haar producten was vastgelegd, waren interviews noodzakelijk om de nuances over het gebruik van MASSIF te kunnen aanbrengen en de inbedding van MASSIF binnen de FMO organisatie goed te interpreteren. Tevens is er frequent overleg geweest op management- en directieniveau om een goed beeld te krijgen over de inbedding van MASSIF en haar positie binnen het beleid van FMO als geheel.

Met behulp van interviews en analyse van jaarverslagen van vele marktpartijen is getracht de positie van MASSIF in de financieringsmarkt voor ontwikkelingslanden helder te krijgen. De onderzoekers hebben 8 verschillende partijen geïnterviewd. Verder zijn er verscheidene interviews geweest met DGIS/DDE over de relatie tussen BZ en FMO-MASSIF. Verdere onderwerpen waren onder meer de doelstellingen in verhouding tot de relevantie en aspecten ten behoeve van de analyse over de aansturingmogelijkheden van BZ.



## Documentatie FMO en BZ

Diverse documenten zijn gebruikt om de inrichting en het beheer van MASSIF te evalueren. De subsidiebeschikking (inclusief annexes) geeft inzicht in de doelstellingen van het fonds en met behulp van de uitvoeringsovereenkomst werd duidelijk welke afspraken er bestonden tussen FMO en BZ in 2006 (start van MASSIF).

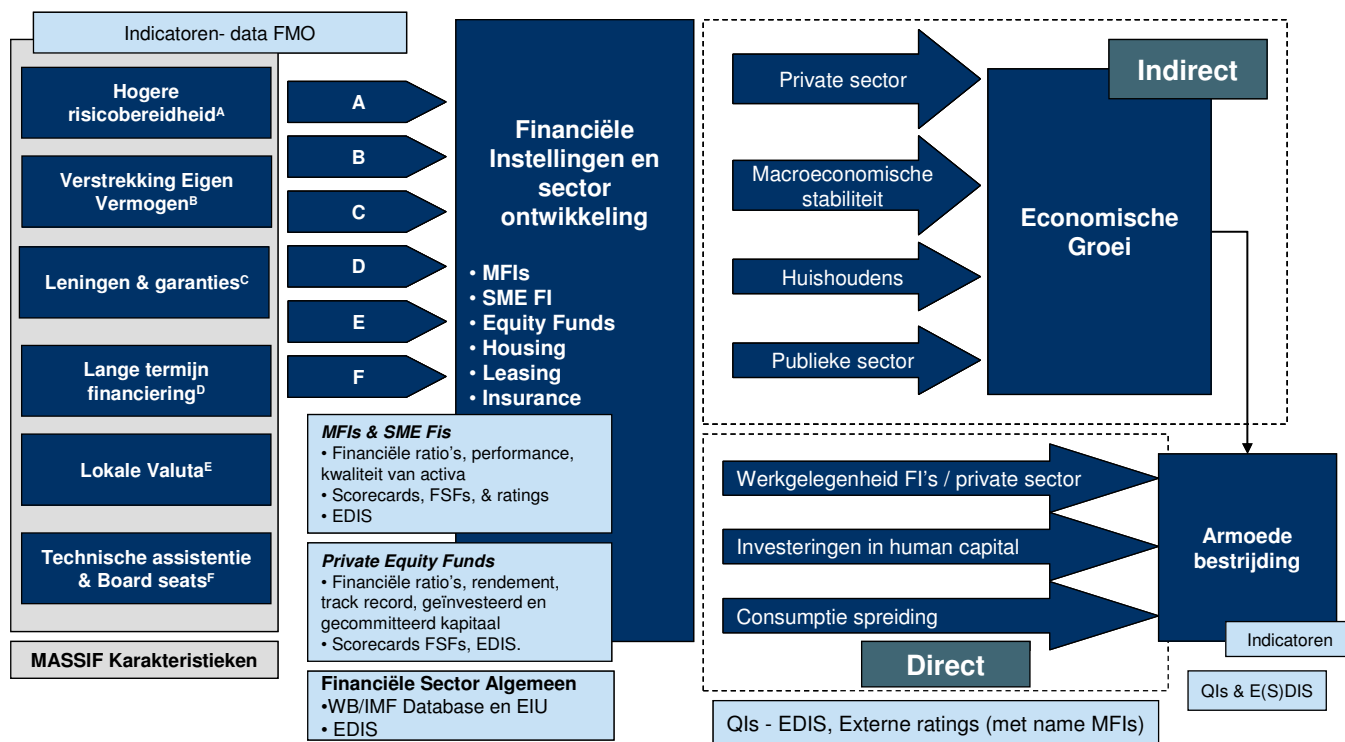
Tevens is gebruik gemaakt van (onder andere):

- (half-)jaarverslagen
- Activiteitenplannen
- Liquiditeitsoverzichten
- Correspondentie tussen FMO en BZ ten aanzien van de beheerskostenvergoeding
- Transferprocedure voor investeringen van MASSIF naar FMO-A
- Evaluatierapporten
- Scorecards

## Onderzoeks aanpak Relevantie

De mogelijkheid om de relevantie te bepalen is beperkt gezien de korte geschiedenis van het fonds (opgericht 1 januari 2006) en het feit dat er geen veldonderzoeken waren voorzien in de ToR voor het onderzoek. De mogelijkheden om de daadwerkelijke impact op de eindgebruikers en de mate van armoedebestrijding (Millennium Development Goals) te bepalen zijn daarom in dit stadium via een directe methodiek niet vast te stellen. In dit onderzoek maakt Carnegie Consult gebruik van het onderstaande relevantieschema en probeert zodoende op indirecte basis uitspraken te doen over de relevantie van het fonds.

Figuur 1: Relevantieschema





Het relevantieonderzoek speelt zich af op verschillende niveaus:

- Op het niveau van het fonds
  - Doelstellingen van het fonds
  - Ingezette instrumenten, producten en voorwaarden van het fonds
  - Gevoerd beleid van het fonds
  
- Op het niveau van gefinancierde instellingen en hun rol in armoedebestrijding
  - Via indirecte weg, de rol in de ontwikkeling van de financiële sector en daarmee economische groei.
  - Via een meer directe weg door toegang tot financiële dienstverlening te verschaffen aan de onderkant van de samenleving met als doel de armoede te bestrijden.

In dit rapport worden de verschillende verbanden tussen de niveaus via een literatuurstudie in kaart gebracht. Aan de hand van de bevindingen uit de literatuur worden vervolgens de opzet en karakteristieken van het fonds afgemeten.

Ten aanzien van de gefinancierde instellingen en hun rol maken we een onderscheid tussen microfinancieringsinstellingen en financiële instellingen en fondsen voor het midden- en kleinbedrijf (MKB). Ook wordt ingegaan op hypotheekverstrekende instellingen en overige financiële instellingen die meer via de ontwikkeling van de financiële sector en de hiermee samenhangende economische groei bijdragen aan armoedebestrijding.

Voor de vaststelling van de impact van de financiële instellingen op armoedebestrijding, wordt gebruik gemaakt van de gegevens aanwezig bij FMO aangevuld met externe databronnen en interviews met medewerkers van FMO en haar klanten.

De relevantieanalyse richt zich niet alleen op het vaststellen van de mogelijke impact, maar ook op de processen en instrumenten zoals die bij FMO zijn aangetroffen. Hoewel dit niet specifiek onderdeel was van het onderzoek, was een goed begrip van de door FMO gebruikte methodiek en de processen noodzakelijk om een goede analyse te kunnen maken over de effecten van MASSIF's investeringen en om de effectiviteit van de uitvoeringsorganisatie van FMO op het terrein van relevantie, te kunnen toetsen. De analyse van de gebruikte indicatoren en methodieken vormde daardoor onderdeel van het onderzoek.

#### *Onderzoeksaanpak Additionaliteit, Productdiversiteit en Katalyserende werking*

Carnegie Consult heeft ervoor gekozen om additionaliteit en katalyserende werking in aparte hoofdstukken te behandelen, hetgeen anders is dan in de ToR werd voorgeschreven. Bij de additionaliteitsvraag wordt de positie van MASSIF in de financieringsmarkt voor financiële instellingen bepaald en bij de katalyserende werking wordt de vraag gesteld welke rol FMO en de specifieke investering van MASSIF hebben gespeeld om een breder scala aan (commerciële) financiering aan te trekken. Bij het bepalen van de katalyserende werking wordt tevens bekeken in hoeverre MASSIF extra gelden bij het FMO-A bedrijf heeft gemobiliseerd.



## Onderzoeksaanpak doelmatigheid beheer FMO

De doelmatigheid van beheer behandelt de volgende onderwerpen:

- a) Inbedding van MASSIF in de FMO organisatie
- b) Het portfoliomanagement van het fonds

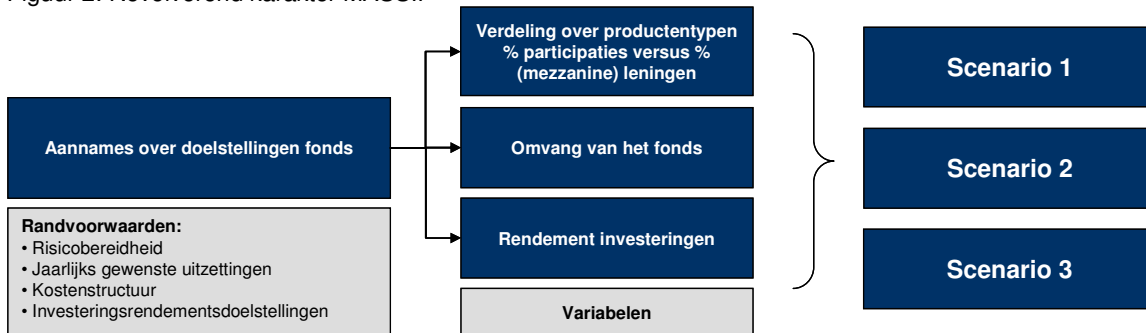
Bij het bepalen van de doelmatigheid van de inbedding van MASSIF binnen FMO is de efficiëntie van deze inbedding geanalyseerd. Het onderzoek richt zich niet op de processen van FMO als zodanig, maar met name op aspecten van de procedures en activiteiten die voor het MASSIF-fonds van belang zijn.

Het portfoliomanagement gaat in op het risico- en liquiditeitenmanagement door FMO en doet aanbevelingen in hoeverre hier een betere efficiëntie kan worden bereikt.

## Revolverend karakter van het fonds

De analyse van het revolverend karakter van het fonds maakt gebruik van een door de onderzoekers ontwikkeld meerjarig model, waarin verschillende aannames zijn verwerkt over de rendementen van het fonds, de kostenstructuur en doelstellingen van het fonds. Met de analyse zal getracht worden om inzicht te verschaffen in de gevoeligheden tussen de omvang van het fonds, haar doelstellingen en rendementen. De conclusies over deze gevoeligheden zullen met verschillende scenario's worden aangetoond.

Figuur 2: Revolverend karakter MASSIF



## Onderzoeksaanpak Sturingsmogelijkheden BZ

Centrale vraag is zoals geformuleerd in de ToR of er, zowel formeel als informeel, voldoende mogelijkheden zijn om te sturen voor het ministerie van Buitenlandse Zaken. Overeenkomstig de ToR zal daarbij specifiek worden gezien of het jaarlijkse activiteitenplan en het jaarverslag van MASSIF voldoende aanknopingspunten bieden voor het ministerie om te sturen. Voorts zal er worden geïnventariseerd welke informele mogelijkheden er zijn om te sturen. De methodologie voor de behandeling van deze vragen wordt gevormd door een analyse van:

- de contractuele structuur en de formele mogelijkheden die hieruit voortvloeien om invloed uit te kunnen oefenen op het gevoerde beheer en beleid;
- het gevoerde formele overleg op basis van de (halfjaarlijkse) gespreksverslagen;
- wijzigingen in het gevoerde beleid als gevolg van informeel overleg of sturing door BZ;





- de rapportages van FMO aan BZ en een beoordeling van de toereikendheid van de rapportages ten behoeve van sturing door het ministerie.

De analyse is vervolgens mede gebaseerd op interviews met beide partijen over de frequentie, kwaliteit en uitkomsten van het formele en informele overleg.



## 5. Literatuurtoets van de relevantie van MASSIF

### 5.1. Inleiding

Dit hoofdstuk geeft een overzicht van de beschikbare literatuur die relevant is voor deze evaluatie. In het eerste deel wordt inzicht gegeven in de conclusies en aanbevelingen van studies die de ontwikkelingsimpact van de financiële sector als geheel bekijken, waarbij eerst de impact op de economische groei besproken wordt en daarna de specifieke impact op armoedebestrijding en de millenniumdoelstellingen (MDG's). In het tweede deel wordt ingegaan op deelaspecten van financiële sectorontwikkeling, meer specifiek de relevantie/impact van microfinanciering via de MFI's en specifieke investeringen in MKB-bedrijven via de zogenaamde SME-FI's. De relevantie van housing finance wordt eveneens kort behandeld. In het derde deel wordt nagegaan wat de literatuurstudie ons leert over de rol van funders, donors en social investors. Dit hoofdstuk bevat tevens aanbevelingen om de relevantie van soortgelijke inspanningen als die van FMO te verhogen. Deze informatie maakt het mogelijk om te onderzoeken in hoeverre FMO deze 'best practices' stimuleert bij haar klanten, deze zelf toepast of deze ontwikkeling aanjaagt, zodat de ontwikkelingsrelevantie van haar activiteiten geoptimaliseerd kan worden. In het volgende hoofdstuk 6 wordt de uitvoering van MASSIF in detail geanalyseerd en afgezet tegen de algemene bevindingen uit de literatuur.

### 5.2. Ontwikkelingsrelevantie van financiële sectorontwikkeling

#### 5.2.1. Impact op economische groei

De impact van financiële sectorontwikkeling op economische groei is waarschijnlijk het meest onderzocht in studies. Er is een globale consensus<sup>2</sup> dat financiële sectorontwikkeling een belangrijke rol speelt in het faciliteren van economische groei. Dit gebeurt onder meer via het mobiliseren van spaartegoeden die omgezet kunnen worden in investeringen. Een gezond financieel systeem leidt tot een betere allocatie van middelen en tot betere toegang tot verschillende vormen van kapitaal. Het bevordert de mogelijkheden tot ondernemen, handel, diversificatie en risicomanagement en leidt tot een efficiëntere uitwisseling van goederen en diensten.

Research implies that if India, for example, would have increased its average private credit to GDP from 19.5 to 25 percent—the mean value of developing countries—its average real annual GDP per capita growth would have accelerated by an additional 0.6 percentage points per year. This effect is large, because per capita growth in India only averaged around 1.6 percentage points per year over this period<sup>3</sup>.

Empirische studies bevestigen dat de effecten van financiële sectorontwikkeling op de groei van ontwikkelingslanden breder en meer persistent zijn dan in ontwikkelde landen. Daarnaast stellen ze ook vast dat sectoren met een groot aantal kleine bedrijven sneller groeien in landen met een goed ontwikkelde financiële sector wat er op wijst dat financiële ontwikkeling belangrijk is voor de groei, vooral van zulke sectoren. Recent

<sup>2</sup> Gebaseerd op : Financial Sector Development, Economic Growth and Poverty Reduction: A Literature Review, ADB Economics Working Paper Series No 173, October 2009 Zhuang, J., Gunatilake, H., Niimi, Y., Khan, M.E., Jiang, Y., Hasan, R., Khnor, N., Lagman-Martin, A.S., Bracey, D. & Hoang, B. (2009), p 30

<sup>3</sup> Claessens, S. & Feijen, E. (2007). Financial Sector Development and Millennium Development Goals, World Bank, p 14.



bleek ook dat landen waarvan de financiële sector goed ontwikkeld was, meer in staat waren om recente crises door te komen<sup>4</sup>.

Landen met een beter ontwikkeld financieel systeem groeien sneller en slagen er in om hun inkomensongelijkheid te verminderen en beter te presteren rond armoedebestrijding<sup>5</sup>. Natuurlijk kan worden afgevraagd in hoeverre het causale effect ook niet omgekeerd is: economische groei genereert behoefte aan én ontwikkeling van de financiële sector. Toch zijn er aanwijzingen in de literatuur dat het waarschijnlijk is dat verbeterde financiële sector ontwikkeling wel degelijk leidt tot economische groei.

Levine (2004) summarizes these as follows: "(i) countries with better functioning banks and financial markets grow faster; (ii) simultaneity bias (i.e., the reverse causality) does not seem to drive this conclusion; and (iii) better-functioning financial systems ease the external financing constraints that impede firm and industrial expansion, suggesting that this is one mechanism through which financial development matters for growth<sup>6</sup>."

Onderzoek<sup>7</sup> heeft ook geconcludeerd dat de belangrijkste bijdrage van de financiële sector aan de groei ligt in het verminderen van de informatie- en transactiekosten en transactie-'enforcement'. Dit zou lopen volgens vijf sleutelfuncties:

- Het mobiliseren en samenbrengen van spaargelden
- Het produceren van informatie over mogelijke investeringen en inbreng van kapitaal
- Het monitoren van investeringen en het stimuleren van corporate governance
- Het faciliteren van handel, diversificatie en beheer van risico's
- Het faciliteren van de uitwisseling van goederen en diensten

Bij de analyse van de relevantie van MASSIF is het dus van belang om, voor zover mogelijk, na te gaan in hoeverre de tussenkomst van MASSIF deze vijf sleutelfuncties versterkt heeft bij haar klanten.

### 5.2.2. Impact op armoedebestrijding en MDGs

#### *Indirecte invloed via economische groei*

Er is belangrijke consensus<sup>8</sup> gegroeid rond het feit dat de financiële sector via haar bijdrage aan de economische groei, bijdraagt aan armoedebestrijding. Economische groei draagt bij aan armoedebestrijding door de creatie van werkgelegenheid en het daardoor genereren van additionele fiscale middelen voor overheden, die deze vervolgens aanwenden voor sociale uitgaven en voor investeringen in het verbeteren van de achterstandpositie van armen. Deze impact hangt echter ook samen met het niveau van ongelijkheid van het land.

<sup>4</sup> Financial Sector Development, Economic Growth and Poverty Reduction: A Literature Review, ADB Economics Working Paper Series No 173, October 2009 Zhuang, J., Gunatilake, H., Niimi, Y., Khan, M.E., Jiang, Y., Hasan, R., Khnor, N., Lagman-Martin, A.S., Bracey, D. & Hoang, B. (2009). p 30

<sup>5</sup> Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. Finance, Inequality and the Poor. Journal of Economic Growth, Volume 12, No 1, March 2007

<sup>6</sup> Financial Sector Development, Economic Growth and Poverty Reduction: A Literature Review, ADB Economics Working Paper Series No 173, October 2009 Zhuang, J., Gunatilake, H., Niimi, Y., Khan, M.E., Jiang, Y., Hasan, R., Khnor, N., Lagman-Martin, A.S., Bracey, D. & Hoang, B. (2009). P 3FSD p 3

<sup>7</sup> Levine, R. 2004. Finance and Growth: Theory and Evidence. NBER Working Paper No. 10766, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Available: [www.nber.org/papers/w10766](http://www.nber.org/papers/w10766).

<sup>8</sup> Financial Sector Development, Economic Growth and Poverty Reduction: A Literature Review, ADB Economics Working Paper Series No 173, October 2009 Zhuang, J., Gunatilake, H., Niimi, Y., Khan, M.E., Jiang, Y., Hasan, R., Khnor, N., Lagman-Martin, A.S., Bracey, D. & Hoang, B. (2009). p 30



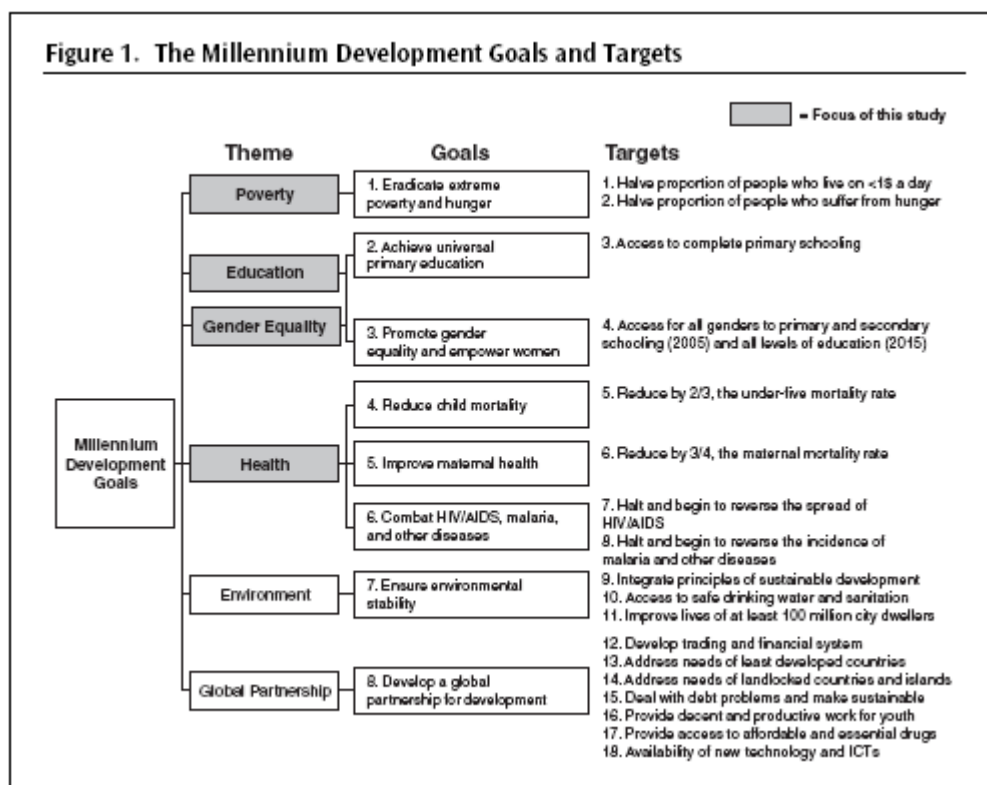
One percentage point of growth is likely to lead to a reduction of 3.3 percentage points in poverty incidence for a country with a Gini index of 0.25, while only 1.8 percentage points for a country with a Gini index of 0.6. These suggest that the imperative of growth for combating poverty should not be interpreted to mean that “growth is all that matters”. Growth has to be inclusive, and this requires reducing inequalities that limit the prospect for the poor to participate in the opportunities unleashed by growth<sup>9</sup>.

Het causaal verband tussen financiële sectorontwikkeling en armoedebestrijding is dus positief gerelateerd aan bestrijding van inkomensongelijkheid.

#### Directe invloed op de armoede en MDG's

Het is eveneens algemeen aanvaard dat er een direct effect is van de financiële sector ontwikkeling op armoedebestrijding via het verhogen van de toegang tot krediet voor arme en kwetsbare groepen<sup>10</sup>.

Figuur 4: Millennium Development Goals and Targets



Bron: Claessens, S. & Feijen, E. (2007). *Financial Sector Development and Millennium Development*

<sup>9</sup>Ibidem p 30 Financial Sector Development, Economic Growth and Poverty Reduction: A Literature Review

<sup>10</sup>Ibidem p 30 Financial Sector Development, Economic Growth and Poverty Reduction: A Literature Review



Financiële diensten stellen minderdraagkrachtigen in staat om productiemiddelen te verwerven (land, landbouwmachines en machines e.d.) via sparen en/of krediet; dat de consumptie beter gespreid kan worden; dat de productiviteit van hun activiteiten verbeterd kan worden door gemakkelijkere toegang tot productiemiddelen, dat de kosten van financiële overdrachten verminderen en armen minder kwetsbaar worden voor inkomensschokken (politieke instabiliteit, droogte, natuurlijke rampen en overlijden van broodwinners).

Cross-country empirical evidence shows a robust effect of financial depth on headcount poverty incidence: a 10 percentage-point increase in the ratio of private credit to GDP would lead to a 2.5–3.0 percentage-point reduction in poverty incidence. This is robust to controlling for the average rate of economic growth, suggesting that financial development alleviates poverty beyond its effect on aggregate growth<sup>11</sup>.

The results of research indicate that financial development helps the poorest quintile beyond finance's affect on aggregate growth. Indeed, we find that 60% of the impact of financial development on the poorest quintile works through aggregate growth and about 40% operates through reductions in income inequality<sup>12</sup>.

Naast de beschikbaarheid van krediet 'an sich', kunnen financiële imperfecties zoals beperkte beschikbaarheid van informatie en transactiekosten dit effect beperken voor minder draagkrachtigen die geen toegang hebben tot fysieke garanties of een kredietrelatie hebben opgebouwd. Het opheffen van deze kredietbeperkingen leidt tot een betere allocatie van kapitaal waardoor de economische groei wordt versterkt en de inkomensongelijkheid beperkt<sup>13</sup>.

No single intervention can defeat poverty. Poor people need employment, schooling, and health care. Some of the poorest require immediate income transfers or relief to survive. Access to financial services forms a fundamental basis on which many of the other essential interventions depend. Moreover, improvements in health care, nutritional advice, and education can be sustained only when households have increased earnings and greater control over financial resources. Financial services thus reduce poverty and its effects in multiple concrete ways. And the beauty of microfinance is that, as programs approach financial sustainability, they can reach far beyond the limits of scarce donor resources<sup>14</sup>.

### **5.3. Ontwikkelingsrelevantie van microfinanciering**

In onderstaande paragrafen wordt de specifieke rol van de microfinanciering in de armoedebestrijding besproken.

#### **5.3.1. Microfinanciering en de 'lower end of the market'**

Microfinanciering wordt algemeen beschouwd als een goede strategie om de status van armere bevolkingsgroepen te verbeteren en te komen tot economische 'empowerment'. Toegang tot krediet tegen redelijke voorwaarden stelt mensen in staat om hun eigen micro-onderneming te starten. Het lijkt dus algemeen aanvaard dat microfinanciering

---

<sup>11</sup> Ibidem, p 30

<sup>12</sup> Beck, T. Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. Finance, Inequality and the Poor. Journal of Economic Growth, Volume 12, No 1, March 2007

<sup>13</sup> Ibidem

<sup>14</sup> Is microfinance an effective strategy to reach the Millennium development goals? CGAP Focus Note 24, 2003,p 9



een belangrijke rol speelt in armoedebestrijding. Er is erg veel onderzoek verricht op het vlak van de impact van microfinancieringen met onder meer de volgende conclusies<sup>15</sup>:

- The tools (social performance) are relatively inexpensive and practical to use, and they yield useful data for both programs and donors.
- Average loan size is an easy indicator to collect but proves to be unreliable when measuring depth of outreach. Minimal extra effort in data collection can yield much richer information for marketing and evaluation.
- Microfinance institutions (MFI's) show considerable diversity in their ability to reach poor populations.
- Excellent financial performance does not imply excellence in outreach to poor households.
- At the same time, reaching the poor is not at odds with maintaining excellent financial performance and professional business practices.
- Programs that make poverty reduction an explicit goal and make it a part of their organizational culture are far more effective at reaching poor households than those that value finance above all else.

Een aantal recente studies<sup>16</sup> is niet tot eenduidige conclusies gekomen ten aanzien van de doeltreffendheid van microfinanciering. Deze wijzen erop dat er een groot aantal andere 'bottlenecks' is, zoals toegang tot informatie en markten, toegang tot technologie en land, gebrekkige technische kennis, etc.. Deze niet-financiële beperkingen moeten onder meer door de overheid worden weggenomen, alvorens microfinanciering haar rol optimaal kan spelen.

Er bestaat ook consensus<sup>17</sup> rond het feit dat mensen met geen inkomen of mogelijkheid tot terugbetaling andere soorten ondersteuning nodig hebben, alvorens gebruik te kunnen maken van leningen. Kleine giften, arbeidsintensieve werkgelegenheidsprogramma's en training of verbeteringen van infrastructuur hebben een duidelijkere impact; zeker wanneer dat gepaard gaat met het opbouwen van spaargelden.

Verschillende studies hebben aangetoond dat de allerarmsten ook met microfinanciering niet altijd bediend kunnen worden. Niet iedereen is in staat (of bereid) economische activiteiten te ondernemen. Bij 'village banking' of 'group lending' blijkt bijvoorbeeld dat groepen selectief zijn in het opnemen van (nieuwe) leden in groepen. Bovendien is het ook duidelijk dat het aanbieden van de mogelijkheid tot veilig sparen belangrijk is voor de allerarmsten.

Too poor to save, too poor not to save, that's the paradox that faces many poor and very poor people. If you're poor, your income is not just small, it's probably irregular and unreliable as well. Most of it is quickly spent on essentials. The result is that when you need to buy anything other than essentials (and sometimes even essentials), you just don't have the cash to do so. If you can't buy a course of antibiotics or clothes from current income, you must find a way to buy it from past income or future income – that means using financial services and devices. The best way to access past income is withdrawing savings; and the best way of accessing future income is by taking a loan – and loans are nothing more than advances against future savings. Because poor people find themselves more often in this situation than the better-off, it can be argued that the poor's need for financial services is greater. The poor know this, and it is reflected in their behavior. Most poor

<sup>15</sup> Murdoch, J. (2002). Analysis of the Effects of Microfinance on Poverty Reduction: Overview

<sup>16</sup> Financial Sector Development, Economic Growth and Poverty Reduction: A Literature Review, ADB Economics Working Paper Series No 173, October 2009 Zhuang, J., Gunatilake, H., Niimi, Y., Khan, M.E., Jiang, Y., Hasan, R., Khnor, N., Lagman-Martin, A.S., Bracey, D. & Hoang, B. (2009).

<sup>17</sup> Bakhtiari, S. (2006). Microfinance and Poverty Reduction: Some International Evidence p



households, even those closest to the breadline, actively seek ways to manage savings. They save at home in earthen piggy-banks. They hand money to their neighbors and friends. They join all sorts of savings clubs, and pool savings through other reciprocal traditions of interest-free borrowing and lending.<sup>18</sup>

### 5.3.2. Microfinanciering en het MKB

Uit literatuur (wetenschappelijke studies en evaluaties) blijkt dat de klassieke aanpak van vele MFI's niet ideaal is voor de ontwikkeling van kleine bedrijven en van landbouw. Meestal gaat het hier om een financieringsbehoefte van tussen 500 à 25.000 USD/EURO. Veel MFI's hebben zich gespecialiseerd in 'village banking' of 'group lending' producten en hebben minder kennis van het verstrekken van directe leningen aan kleine ondernemingen. De kredietbeoordeling vergt immers andere vaardigheden en het stellen van ander soort zekerheden.

De aard van de producten bepaalt in sterke mate of een MFI bijdraagt tot de ontwikkeling van micro-ondernemingen. Algemeen kan aangenomen worden dat de switch van 'group-based loans' naar 'individualised- character-based loans' gunstig is voor de MSME (micro, small and medium enterprise) markt. Terugbetalingen dienen aangepast te zijn aan de verwachte cash-flow van de MSME's (flexibiliteit). De looptijd van de lening dient verbonden te zijn met de tijdshorizon van de investering (zowel korte termijn als middellange termijn). Een breed gamma van andere financiële producten zoals 'transfers' en 'overdrafts' verhoogt de effecten van MFI's op micro-ondernemingen. Gezien de vigerende reglementeringen rond microfinanciering zijn het vooral de grotere gereguleerde MFI's (in sommige landen met een bankstatus) die deze diensten kunnen aanbieden.

Bij de analyse van de MASSIF-dossiers is het dus van belang om te onderzoeken in welke mate de toegang tot krediet versterkt is voor de specifieke doelgroep van individuen die licht boven traditionele 'poverty thresholds for microfinance' liggen, maar beneden de inkomensniveau's liggen waarmee ze toegang kunnen krijgen tot de traditionele commerciële financiële sector. Het betreft hier de zogenaamde 'missing middle'.

Onderzoek<sup>19</sup> leert dat de volgende 'drivers' leiden tot een grotere gerichtheid van MFI's op SME's:

- *Demand drivers: The small enterprise lending market has been largely ignored by the formal financial sector and small enterprises are frequently found in the same districts where MFI's operate, creating a tantalizing market opportunity.*
- *Competitive drivers: Though the microfinance markets are still relatively untapped, competition for the same types of clients in the same parts of the country have been fierce, driving some MFI's to diversify the breadth of their product offerings to new market segments.*
- *Financial Drivers: The larger loan size with its attendant higher receipts per loan is expected to help organizations drive stronger bottom line financial performance. However, profitability is largely dependent on efficiencies, such as tight*

<sup>18</sup> Stuart Rutherford "The Poor and Their Money" Stuart Rutherford "The Poor and Their Money", 2001, Oxford University Press [http://www.microfinancegateway.org/resource\\_centers/savings/experts/\\_asktheexpertsno1](http://www.microfinancegateway.org/resource_centers/savings/experts/_asktheexpertsno1)

<sup>19</sup> The Microfinance evolution towards MSMF lending – Lessons from Pakistan – Kirsten Weiss, Shorebank International Ltd (SBI) under the USAID- funded Widening Harmonized Access to Microfinance project, 2008, 24 pages



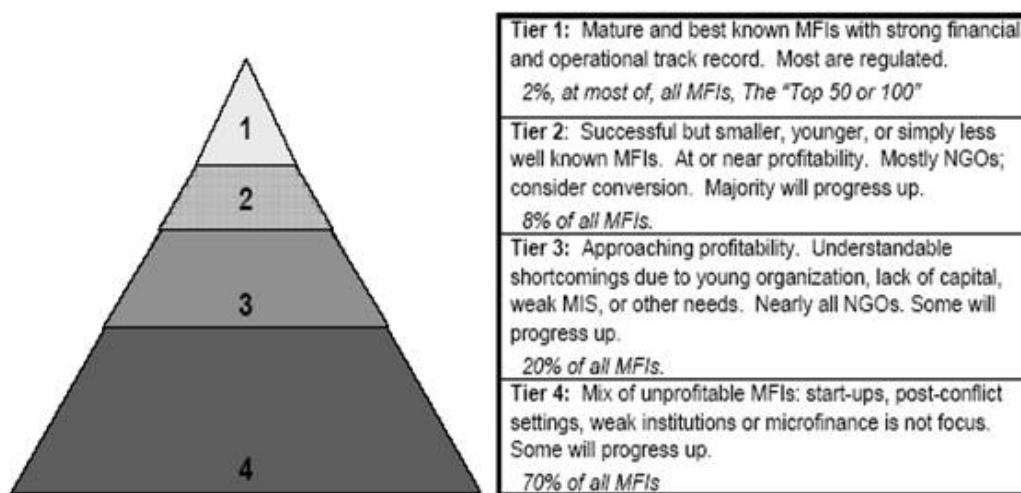
*geographic targeting of clients, a strong screening program and decentralized approval procedures.*

Analyse van de lokale situatie van de MFI kan een indicatie zijn voor de mogelijkheden voor deze om zich te richten op de MKB- markt.

### 5.3.3. Tier 1, tier 2, tier 3 en tier 4

MFI's kunnen worden onderverdeeld in vier categorieën zoals blijkt uit het volgende schema:

Figuur 4: Vier niveau's van MFI's



De indeling naar tier 1 tot en met 4 organisatie wordt in de micro finance markt niet helder gedefinieerd. Er worden verschillende classificaties toegepast. Bovenstaand is een indeling die de Grameen Bank in het verleden heeft toegepast. Volgens de MF-sector<sup>20</sup> is de verdeling als volgt te maken: Voor tier 1 moet de Operational Self-Sustainability (OSS) boven de 100% zijn voor een aantal jaren; tier 2 heeft een OSS van tussen de 95 en 110%; tier 3 hebben een OSS tussen de 90 en 100%; voor tier 4 is de OSS minder dan 90%.

Het Ministerie van Buitenlandse Zaken (BUZA) en FMO hanteren een definitie die vooral gebaseerd is op de omvang van de MFI, namelijk een portefeuille van meer dan 50 miljoen € voor tier 1<sup>21</sup>. Deze definitie lijkt niet goed aan te sluiten bij hetgeen gebruikelijk is in de sector (CGAP, marktpartijen) en lijkt voorbij te gaan aan de vraag in hoeverre een MFI operationeel en financieel duurzaam (OSS en FSS) is. Juist de performance van MFI's is van groot belang om te kunnen bepalen of funding van donororganisaties en DFI's nog wel gewenst is.

<sup>20</sup> Zie gesprekken met Nederlandse financierders van MFI.

<sup>21</sup> Zie 6.2.5.1. voor een verdeling van de MASSIF-MFI portefeuille.





#### 5.3.4. Double bottom line en het risico van 'mission drift'

Een stevige schaalvergroting van de MFI sector is nodig om een duidelijk verschil te maken op het vlak van ontwikkeling en armoedebestrijding. De huidige uitbreiding van de sector wordt in grote mate gedreven door commerciële investeerders die de MFI's vooral beoordelen op financiële criteria en minder op ontwikkelingsdoelstellingen en de mate waarin deze bijdragen aan het bereiken van de MDG's. De uitdaging voor de sector is dus om uitbreiding te combineren met het behoud van de 'poverty focus'.<sup>22</sup> In vele gevallen constateert men een tendens om ook hogere segmenten van de markt te bedienen met grotere 'repeat' leningen of gaat de MFI zich meer richten op middelgrote bedrijven soms ten nadele van kredieten aan micro-ondernemingen.

Een 'client-level assessment' door de MFI kan er toe bijdragen dat men zich op armere huishoudens richt en dat de impact op het armoedeniveau opgevolgd kan worden. Een dergelijk social performance monitoring systeem blijkt de beste manier te zijn om de impact van de MFI op de MDG te versterken en te behouden<sup>23</sup>.

Een onderzoek naar de relatie tussen sociale en financiële performance<sup>24</sup> van 64 MFI's kwam tot de conclusie dat er een positieve relatie is tussen de sociale performance en de financiële performance van MFI's<sup>25</sup> en dat er dus geen 'trade-off' is tussen sociale performance en financiële performance. Bovendien stelde men vast:

- De geografische zones met de meest gevorderde MFI activiteiten hebben een hogere sociale performance (bv.. Latijns-Amerika)
- De juridische structuur van de MFI's heeft geen invloed op haar sociale performance. Het feit dat een MFI een winstgerichte onderneming is, is geen hinderende factor voor haar sociale performance. Sommige commerciële banken gespecialiseerd in microfinanciering hebben goede resultaten (Mibanco in Peru, Access in Azerbaidjan)
- Financieel gezonde MFI's hebben een sterkere sociale performance
- MFI's met een goede rurale coverage hebben een beter sociaal resultaat
- De performance is over het algemeen hoger wat 'reach en access' betreft dan de milieu en CSR dimensie.

Het werken rond social performance kan dus voor FMO-MASSIF geen beperking zijn voor het behalen van haar financiële objectieven, maar is daarentegen erg relevant voor het optimaliseren van haar ontwikkelingsrelevantie en impact. Omgekeerd geldt ook dat de financieel sterke instellingen dikwijls een betere sociale performance en outreach hebben. Het stellen van een positieve rendementsdoelstelling van MASSIF is dus niet noodzakelijk in strijd met het bereiken van een zo groot mogelijke impact. Toch blijft de identificatie van de meest relevante partijen een proces waarbij beide aspecten zeer nauw met elkaar zijn verweven en een genuanceerde aanpak nodig maakt.

---

<sup>22</sup>Women's World Banking, 'Stemming the Tide of Mission Drift: Microfinance Transformations and the Double Bottom Line', WWB Focus Note, Christina Frank, Senior Associate, Capital Markets Group with contributions by Elizabeth Lynch, Louise Schneider-Moretto

<sup>23</sup> Greeley, M. (2006). Microfinance Impact and the MDG's : The Challenge of Scaling Up, p. 15

<sup>24</sup> MFI's Social Performance Mapping and the Relationship between Financial and Social Performance- Evidences against the Trade-Off Theory, David Dewey and Sandra Neisa, INCOFIN- BRS, September 2009, 12p

<sup>25</sup> Het betreft hier MFI die voor hun financiering reeds beroep doen op social investors zoals INCOFIN. Deze analyse betreft niet de NGOs die microfinancieringsactiviteiten ontwikkelen en dus weliswaar een goede sociale impact hebben, maar een zwakkere financiële rentabiliteit.



### 5.3.5. Metten van impact versus meten van social performance

#### *Beperkingen van impactmeting*

Het meten van impact van de microfinanciering botst op een aantal methodologische belemmeringen en problemen die het onderzoek voor het meten van impact erg duur en moeilijk maken en niet altijd leiden tot goede aanduiding van verbanden. Het verband tussen het ontvangen van krediet of sparen en de verandering in het inkomen en levenssituatie is niet altijd aan te tonen. Verschillende andere factoren beïnvloeden immers de verandering op niveau van de eindklant. Het betreft hier bijvoorbeeld het algemene economische klimaat, de politieke situatie, de evolutie van bepaalde markten (meer vraag omwille van smaakveranderingen bij de consumenten) en bepaalde reglementeringen (bv. het wegvallen van invoerbependingen) en zelfs culturele aspecten (bv. de mobiliteit van vrouwen). Daardoor wordt het erg moeilijk en duur om voor kleine kredieten metingen uit te voeren.

De kosten van het onderzoek worden dan al snel hoger dan de kosten van de financiële dienst.

By and large, the debate<sup>26</sup> has centred on the question of causality and attribution, or whether it is possible to demonstrate that the particular intervention of the MFI has led to a specific change. Client livelihoods and the communities in which they live are complex. Clients may have multiple sources of income, and the credit provided by the MFI is fungible and is not necessarily used for the purpose for which it was requested.

This makes it difficult and complex to attribute impact to an MFI, particularly given the difficulty of establishing effective control-group mechanisms that can establish a counter-factual (i.e. what would have happened without the MFI intervention). (...)

In contrast, the 'intermediary school' approach addresses issues related to the health of the financial intermediary delivering microcredit. It assesses sustainability – both organizational and financial – and evaluates the social benefit of intervention in terms of its outreach to the poor, using the criteria of numbers of users and their poverty profile.

Daarom heeft de MF-industrie zich meer en meer gericht op het meten van de 'social performance' van de MFI's. Hierbij focust men vooral op de analyse van de interne processen en de coherentie van deze interne processen met de sociale objectieven van de MFI's.

#### *Social performance analyses van MFI's en MIV's*

Achtereenvolgens wordt bekeken welke tools beschikbaar zijn voor MFI's en welke aanpak er bestaat in dit domein voor de microfinance vehicles (MIV). Hieronder worden de verschillende organisaties die MFI's financieren verstaan, waaronder de 'social investors' en de development finance institutions (DFI).

#### **Microfinancieringsinstellingen**

Er bestaan verschillende social performance systemen; sommigen concentreren zich vooral op het analyseren van het systeem dat voor de kredietverlening zorgt terwijl anderen zich vooral richten op de outcome van de microfinancieringsinstellingen.

Deze tools worden door steeds meer MFI's gebruikt om hun ontwikkelingsrelevantie aan te tonen. Verschillende social investors en FMO ondersteunen deze zoektocht naar een goede manier om de social performance analyse te stimuleren en zijn lid van de Social

---

<sup>26</sup> Impact assessment of microfinance programmes, including lessons from Khula Enterprise Finance, Daniel Makina & Louisa M Malobola, Development Southern Africa Vol. 21, No. 5, December 2004, p 802



Performance Task Force van CGAP<sup>27</sup>. Mixmarket, een organisatie die een belangrijke rol speelt in het opstellen van standaarden voor de financiële beoordeling van MFI's, stelt de MFI's een analyse methode voor: het 'Social Performance Standard Report'. Hierin wordt vooral informatie gegeven over de intenties van de organisatie, het beleid en de compliance en ook over de mate waarin de sociale doelstellingen bereikt worden (deel 1) en over het social responsibility beleid en activiteiten op het vlak van leefmilieu, lokale gemeenschappen (deel 2)<sup>28</sup>. Er zijn op dit moment 209 grotere MFI's die zulke informatie publiceren.

Deze evaluatie zal nagaan in hoeverre de klanten van FMO-MASSIF betrokken zijn bij deze social performance analyses, in hoeverre zulke rapporten en ratings beschikbaar zijn en of deze informatie gebruikt wordt in het goedkeuringsproces van FMO-MASSIF.

#### *MFI Investment Vehicles*

Voor het analyseren van de sociale performance op het niveau van de investeerders heeft SPI investor (CERISE) een toolontwikkeld om de stand van zaken van de investeerder te analyseren op het vlak van zijn strategie, zijn producten en sociale impact. Het is een management tool bestemd voor het nemen van investeringsbeslissingen teneinde diversificatie te bevorderen en uiteindelijk de risico's te beperken.

Andere sociale investeerders hebben hun eigen tools ontwikkeld. Verschillende partners van FMO hebben hun eigen screeningmethode voor het integreren van social performance in hun analyses:

- Triple Jump (TJ) gebruikt een met OXFAM NOVIB ontwikkelde 'tool' dat de sociale intenties, de implementatie van deze intenties en resultaten meet. Resultaten worden gemeten in termen van klantentevredenheid, klantenbescherming (client protection), outreach, gender, HR, en social performance information. TJ kijkt eveneens naar (social) rating reports. De tool wordt uitsluitend gebruikt bij investeringsbeslissingen en (nog) niet voor monitoring doeleinden. De assessment neemt ongeveer 2-4 uren in beslag.
- Oikocredit gebruikt voor hun besluitvorming zowel de Social Rating Reports, als de 'Progress out of Poverty' Assessments.
- INCOFIN (manager van het Rural Impulse Fund dat ook door MASSIF gefinancierd wordt) ontwikkelde een eigen evaluatiesysteem 'ECHOS' dat de volgende domeinen analyseert: missie en visie, outreach and access, kwaliteit van de diensten aan de klanten, human resources en de milieu en sociale corporate verantwoordelijkheid. Op basis van de scores wordt een ster gemaakt die direct visueel duidelijk maakt hoe sterk de MFI is in de verschillende domeinen zijn. Ook is er een vergelijking met 'peers' in hetzelfde land/dezelfde regio. De analyse neemt een halve dag in beslag tijdens de 'due diligence' en wordt jaarlijks opgevolgd.

<sup>27</sup> Zie lijst Social Performance Task Group members (in bijlage bij CGAP – Focus Note 41, May 2007 “Beyond good Intentions: Measuring the Social Performance of Microfinance Institutions”)

<sup>28</sup> Het gaat hier over een 4 à 5 pagina vragenlijst met informatie over: mission & social goals, governance, range of products and services, training of staff on social performance, staff performance appraisal and incentives and social responsibility to clients, costs of services to clients, social responsibility to staff, geographic outreach, women outreach en client outreach by lending methodologies and other clients outreach.



- DEG ontwikkelde een eigen tool 'Corporate-Policy Project Rating - GPR' voor de analyse van de sociale relevantie waarbij ook de development effects/ sustainability wordt geanalyseerd. Deze methode wordt ook toegepast door een aantal andere DFI's zoals BIO, PROPARGO. Deze tool is niet specifiek ontwikkeld voor MFI's<sup>29</sup>.

### *Hoe ontwikkelingsrelevantie van de MFI-sector te optimaliseren?*

#### *Op het niveau van de MFI's*

CGAP<sup>30</sup> stelde een aantal aandachtspunten op waaraan gewerkt moet worden om de MFI's hun volle potentieel te laten bereiken. Een breed spectrum van MFI's en ondersteunende organisaties met verschillende diensten en producten moet ontwikkeld worden. Schaalvergroting betekent in sommige landen samenwerking met staatsbanken en kredietcoöperaties of het ontwikkelen van specifieke delivery mechanisms. Informatie is belangrijk naast een goede politieke omgeving en reglementering.

- **Diverse institutions and delivery mechanisms.** Achieving large-scale sustainable microfinance requires engaging a more diverse range of delivery organizations with different objectives, services, and needs for subsidy. Strong microfinance NGOs must continue to be strengthened and their successes replicated wherever possible.
- **Diverse financial services.** Poor people need a wide array of flexible financial services. A demand driven approach will encourage portfolio diversity by offering the poor savings, insurance, and cash transfer services in addition to various loan products.
- **Improved information.** Ensuring the availability of high-quality, reliable information on the financial and social performance of MFI's is critical to integrating microfinance into the formal financial sector..
- **Sound policy and legal framework.** Rather than act as direct providers of financial services, governments need to create an environment that encourages a diversity of institutions and financial products to serve the poor..

Bij de evaluatie van het FMO-MASSIF fonds is het interessant om na te gaan in welke mate FMO bijgedragen heeft aan betere resultaten van de MFI's op dit vlak.

#### *Op het niveau van de donoren*

CGAP onderzocht de aid effectiveness van verschillende donoren in de microfinancieringssector met het oog op het optimaliseren van het effect op het bereiken van de MDG's<sup>31</sup>. Dit gebeurde via een peer evaluatie waarbij FMO van bij aanvang actief betrokken was als evaluator en ook deelnemer was in de eerste onderzochte groep, dit met een positieve beoordeling. Deze analyse was gebaseerd op de vijf basiselementen van de 'Donor Aid Effectiveness' ster.

<sup>29</sup> Zie ook bijlage 5 voor een vergelijking van deze tool en de FMO scorecard

<sup>30</sup> Microfinance means financial services for the poor, CGAP, Donor Brief No 11, March 2003, 2p

<sup>31</sup> Cook, T. & Latotue, A. (2005). Reaching the MDG's: A Concrete Look at the Challenge of More Effective Aid (Not Just More Aid) By Tamara Cook, Microfinance Specialist, and Alexia Latortue, Senior Microfinance Specialist, CGAP



Figuur 5: Basiselementen van de Donor Aid Effectiveness ster



- **Strategic Clarity:** The coherence of an agency's vision of microfinance and whether this vision and agency policies are in line with accepted good practice. A good microfinance policy is important, but by itself is not enough: it must be internalized by staff and translated into results on the ground.
- **Strong Staff Capacity:** This element measures whether there is sufficient technical expertise to manage operations.
- **Accountability for Results:** Transparency about microfinance programming and performance. Decisions on whether to *continue*, *terminate*, or *replicate* a program should be guided by performance against measurable objectives, such as key financial indicators.
- **Relevant Knowledge Management:** How well the agency learns from its own and others' experiences, and whether learning is applied to new operations.
- **Appropriate Instruments:** Whether an agency has instruments that allow it to work directly with the private sector. Agencies do not always use funding instruments in a flexible and performance-based manner. Effective agencies choose those instruments—grants, loans, guarantees, and equity participation—that best respond to market needs and seek to complement, not displace, private capital. They also link disbursements to the attainment of clear performance goals.

Bij de analyse van de doelmatigheid van FMO-MASSIF zullen deze aspecten bekeken worden. Een deel van deze analyse van deze aspecten wordt behandeld in het hoofdstuk 'Beheer'.

#### **5.4. Ontwikkelingsrelevantie van het investeren in het MKB**

##### **5.4.1. Impact van MKB financiering op de sector**

In dit deel van het rapport wordt de specifieke relevantie van de investeringen en financieringen in het MKB verder geanalyseerd.

Een studie van het Small Enterprises Assistance Fund (SEAF) kwam tot de volgende conclusies in verband met de ontwikkelingsimpact van investeringen in middelgrote en kleine bedrijven<sup>32</sup>, op basis van een analyse van een 40-tal bedrijven. De studie bevestigt dat de impact van investeringen in het MKB aanzienlijk is:

- Een kwantificeerbare ontwikkelingsimpact: elke dollar geïnvesteerd in een MKB genereert tot 12 dollars in de lokale economie

<sup>32</sup> From Poverty to Prosperity: Understanding the Impact of Investing in Small and Medium Enterprises – Data Survey and Case Study Analysis of SEAF Investments, SEAF- Washington, October 2007,p 68



- Werkgelegenheidscreatie: Na de investeringen werden er jaarlijks 25% meer banen gecreëerd in de bedrijven uit de portefeuille. 72% van de banen ging naar ongeschoolde of laag geschoolde werknemers
- Groei van de lonen: De reële lonen van de werknemers stegen gemiddeld met 26% tijdens de investeringsperiode.
- Fringe benefits: MKB-bedrijven bieden hun werknemers substantiële niet-salaris voordelen zoals training, stabiele werkgelegenheid, betaling van ziekte en sociale verzekering die helpen de armoede te verminderen.
- Inkomsten uit belastingen: Tot 7 % van de inkomsten van de MKB-bedrijven werd als belastingen betaald aan lokale overheden.
- Leveranciers: De MKB-bedrijven steunen gemiddeld indirect 18 producenten, 10 distributeurs en 20 dienstverlenende bedrijven, 3 leveranciers van investeringsgoederen en 280 kleine producenten en boeren.
- Hefboomeffect: De investeringen leiden er toe dat MKB-bedrijven meer toegang hebben tot bijkomende financiering (hefboomeffect van 1,63 kapitaal en leningen)
- Lokale financiële sectorontwikkeling: lokale banken, pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen profiteren indirect van de nieuwe kredietvraag vanuit het MKB.

#### *Directe invloed van financiële sector op het MKB*

Zoals reeds eerder aangeduid heeft de ontwikkeling van de financiële sector een duidelijk impact op de MKB-sector door een grotere beschikbaarheid van financiële middelen voor de verbetering van de productie, het bereiken van schaafeffecten e.d.. Het verdubbelen van de ratio krediet aan de private sector op BNP heeft een twee keer zo sterke invloed op het groeipercentage van het BNP<sup>33</sup>.

#### 5.4.2. Best practices voor MKB financiering

Omdat IFC (de private arm van de Wereldbank) een belangrijke financier is van het MKB, die bovendien op dit terrein ook veel onderzoek uitvoert, is een analyse van hun MKB-strategie relevant en van belang.

##### **IFC's strategies have been as follows (since 2001):**

- (i) Offer widescale, indirect IFC funding through specialized microfinance intermediaries and SME-oriented financial intermediaries;
- (ii) Provide advisory services to these financial intermediaries to improve their operations, particularly for lending to MSME's;
- (iii) Invest equity in microfinance intermediaries and SME-FIs when appropriate;
- (iv) Limit IFC's direct loan or equity investment in SMEs;
- (v) Use regional project-development facilities co-financed by donors, to offer nonfinancial services to SMEs such as institutional capacity building, training, and suggestions for improving local government regulations affecting SMEs; and
- (vi) Broadly support the development of financial markets and the private sector by helping to improve policy and regulatory regimes and business climates<sup>34</sup>.

<sup>33</sup> World Bank, 'Finance for growth - Policy choices in a volatile world', 2001. (bron:DDE tekst p 3)

<sup>34</sup> "Financing Micro, Small and Medium Enterprises: An Independent Evaluation of IFC's Experience with Financial Intermediaries in Frontier Countries" 2008, p 7



Zoals blijkt uit bovenstaande komt de strategie van IFC in belangrijke mate overeen met die van FMO en MASSIF. IFC kiest bewust voor het financieren van financiële intermediairs en niet het rechtstreeks financieren van ondernemingen. FMO heeft door het oprichten van MASSIF voor dezelfde strategie gekozen door Seed Capital en het Fonds Klein bedrijf samen te voegen. Met deze laatste fondsen werden vooral in het begin ook rechtstreeks ondernemingsfinancieringen verstrekt.

#### 5.4.3. Metten en rapporteren rond ontwikkelingsimpact van MKB financiering

IFC voerde een vergelijkende studie uit rond het meten en de verslaggeving van de ontwikkelingsdoeltreffendheid van IFC en de andere DFI's<sup>35</sup>, vooral wat hun investeringen in de private sector betreft. FMO was één van de 'peers' die geanalyseerd werden omwille van hun gelijklopende strategie rond MKB. De studie baseerde zich op het onderzoek van de Evaluation Cooperation Group (ECG) Principles and Good Practice Standards (GPS) van verschillende multilaterale Development banks<sup>36</sup>.

Uit deze studie blijkt het volgende:

- Zoals de overige DFI's gebruikt FMO-MASSIF voor het MKB-segment grotendeels dezelfde indicatoren voor identificatie, approval, monitoring en post-evaluatie.
- Daar waar multilaterale ontwikkelingsinstellingen vooral werken met een klassieke kosten-baten analyse, werken de bilaterale organisaties, zoals FMO, vooral met een gestandaardiseerde checklist en scoring systeem<sup>37</sup>, wat een pragmatische manier is bij beperkte capaciteit.
- FMO focust vooral op een beoordeling bij goedkeuring van de projecten en op de post-evaluatie, terwijl andere DFI's (DEG en OPIC) het scoring systeem gebruiken voor de algehele opvolging en evaluatie. Validatie gebeurt door kleine planning en policy units die aan het management en aan de raad van bestuur rapporteren.
- Het meest complete systeem bij bilaterale organisaties is het GPR (Corporate Policy Project Rating) systeem van DEG dat ondertussen door andere DFI's is toegepast. Dit systeem is aangepast aan de aard van de operaties bv. verwerkende industrie, financiële sector, private equity, enz. De verschillende scores worden gewogen. Elke 2 jaar worden de actieve projecten gescoord.
- Het systeem van EBRD 'TIMS' (Transition Impact Monitoring System) bevat eveneens een beperkt aantal indicatoren, aangepast aan het karakter van de interventie en de omgeving.
- De meeste rapporten bevatten geen individualiseerbare informatie over de klanten.
- FMO en vele anderen publiceren jaarlijks de PSIO (private sector investment operations) ratings; voor FMO gaat het echter enkel over de approval ratings en niet over de monitoring scores (zoals bij DEG).
- Alle regionale ontwikkelingsbanken hebben systemen voor het opvolgen van de hun technische assistentie/capaciteitsversterking, die zowel van toepassing zijn

<sup>35</sup> Review of Development Effectiveness Measuring and Reporting in IFC and its Comparator Organizations, Report by Anders Grettve, Consultant, June 2007, 34 p

<sup>36</sup> O.m. AfDB, AsDB, EBRD, IFC, IIC, EIB and IMF. *Deze multilaterale organisaties hebben een sterkere publieke sector focus (private sector financiering is een jongere activiteit), maar hebben dan wel meer ervaring met het opvolgen van ontwikkelingsresultaten.*

<sup>37</sup> Review of Development Effectiveness Measuring and Reporting in IFC and its Comparator Organizations, Report by Anders Grettve, Consultant, June 2007, p 5



op publieke als op private sector projecten. In toenemende mate worden ontwikkelingsresultaten opgevolgd. FMO heeft dit nog niet zo ontwikkeld.

De studie concludeert dat er geen algemeen aanvaarde praktijk is van 'development tracking', maar dat IFC wel een trekker is geweest om de resultaten op te volgen van de eerste fases van de project-cycle tot aan de evaluatie en het afsluiten van het project. Pragmatische aanpakken lijken gerechtvaardigd wanneer een beperkt aantal indicatoren aangepast is aan de aard van de operatie en de specifieke omgeving. Als dusdanig zijn 'proxies' op het niveau van de investeerder gerechtvaardigd (in plaats van uitgebreide evaluaties)<sup>38</sup>.

Een stevige supervisiecapaciteit binnen de organisatie, maakt ook de opvolging van ontwikkelingsresultaten gemakkelijker. De regelmatige monitoring tijdens de looptijd van de operatie is complementair aan ex-post diepte-evaluaties van de impact. Te regelmatige opvolgingrapporten (meer dan jaarlijks) hebben daarentegen een contraproductief effect.

---

<sup>38</sup> *Ibidem* p 9





## 5.5. Ontwikkelingsrelevantie van Housing Finance<sup>39</sup>

### 5.5.1. Impact op macro en individueel niveau

Op een macro niveau genereert 'housing finance' economische groei door het creëren van werkgelegenheid, ondernemerschap en economische impact op andere sectoren. Op individueel vlak, maakt 'housing finance' het mogelijk dat mensen toegang hebben tot huisvesting en tot een kapitaalgoed (dat eventueel als garantie voor andere leningen aangewend kan worden)<sup>40</sup>. Bovendien leidt 'housing finance' tot een verbreding en uitbreiding van de financiële en kapitaalmarkten.

Social Stability<sup>41</sup>: Housing finance contributes to social stability by enabling households to purchase an asset which will represent their largest single investment. Personal residences account for 75% to 90% of household wealth in emerging market countries, which amounts to 3 to 6 times their annual income. Furthermore, housing represents 15% to 40% of the monthly expenditure of households worldwide.

Economic Development: Investment in housing accounts for 15% to 35% of aggregate investment worldwide. Housing construction and housing related sectors constitute approximately 9% of the labor force worldwide.

UN-HABITAT onderstreept het belang van het wegnemen van belemmeringen voor groepen met lage inkomens die moeilijk toegang tot housing finance hebben:

Shelter has become a commodity for increasing numbers of low income urban households, especially those living in urban areas of developing countries. Yet these households, which rely mainly on income from the informal economy, cannot borrow money easily from the formal financial sector. This remains a key obstacle to the improvement of shelter conditions and ultimately poverty reduction in urban areas.<sup>42</sup>

De literatuur benadrukt eveneens het belang van hypotheekleningen en de vraag naar zulke financieringen voor het verbeteren van de toegang tot huisvesting voor lage inkomensgroepen:

The sort of loan finance needed by low-income households (whose income comes from the informal economy) for investments in incremental dwellings is rarely available through the formal commercial financial sector. In the vast majority of cases, these households are ineligible for commercial mortgage finance and micro-finance facilities are not available. (...). Sources of longer-term finance are extremely limited and interest rates may be high. Without loans, construction is slow and sporadic. Incremental developments usually follow the livelihood fortunes of individual families<sup>43</sup>.

In most parts of Asia and Latin America, housing finance institutions, orientated to the provision of mortgage finance, remain limited in scale, addressing the needs of a substantive minority of homeowners. In sub-Saharan Africa, such institutions appear insignificant. Home-ownership rates in the South may look high, but this reflects the widespread use of incremental development strategies involving families squatting or purchasing plots within informal subdivisions<sup>44</sup>.

<sup>39</sup> Bron: <http://www.ifc.org/ifcext/gfm.nsf/Content/HousingFinance>

<sup>40</sup> Zie ook "Development Impact of Housing Investment and Housing Affordability", Lola Hernandez,-FMO, p 2 (unpublished)

<sup>41</sup> "Housing Finance", IFC Bulletin No 31, July 2009, p 97- 110,

<sup>42</sup> UN –Habitat, Twenty First Session of the Governing Council, 16-20 April 2007 "Sustainable Urbanization: Local action for urban poverty reduction, emphasis on finance and planning"

<sup>43</sup> "Background Paper on Shelter Finance", Diana Mitlin, Center for Sustainable Urban Development, July 1-6, 2007, p 5

<sup>44</sup> Ibidem p 6



Many governments have sought to extend mortgage finance to those previously unable to afford such loans. State measures have focused primarily on reducing the cost of lending, and support to the system of mortgage finance (such as extending secondary markets and reducing risks) within the broader context of financial deregulation. In some countries, state measures have included capital grants (direct demand subsidies) to enable low-income groups to secure mortgage finance to provide top-up loans for selected dwellings.

One significant trend emerging in both Latin America and Asia is the effort to enable lower-income groups to secure mortgage finance, expanding the market for commercial housing finance and increasing formal home ownership. Success has been notable in lower-income Asian countries such as Indonesia and India<sup>45</sup>.

In verschillende landen zoals Bangladesh, Ghana werd de sector van housing finance gedomineerd door financiële overheidsinstellingen. Door verminderde overheidssteun en gedeeltelijk door operationele inefficiëntie, is hun positie en invloed verzwakt. In toenemende mate gaan lokale en internationale commerciële banken en gespecialiseerde organisaties zich nu op deze markt richten, wat een belangrijke impact heeft op de groei van deze markt.

### 5.5.2. Verschillende marktsegmenten

Ook de housing markt wordt gekenmerkt door drie segmenten (3-tier market)<sup>46</sup>. Het hoogste segment (tier 1) is de markt van de hoogste inkomens (in Bangladesh 3 % van de huizenmarkt) die woningen bouwen van hoge kwaliteit in de betere wijken en daarbij bank financiering mobiliseren of financiering van gespecialiseerde housing finance instituties. Het tweede segment (2nd tier) betreft de middenklasse (12 tot 15% van de huizenmarkt in Bangladesh) die de belangrijkste klanten zijn van gespecialiseerde financieringsinstellingen. Deze groep, waarin onder meer overheidsambtenaren en personeel van grote bedrijven zit, wordt dikwijls gesubsidieerd. Daarnaast is er de third tier van de huishoudens met lage inkomens die dikwijls enkel terecht kunnen bij de private sector, veelal via illegale circuits en tegen onduidelijke voorwaarden.

Naast de commerciële financiers, is ook de rol van microfinancieringsinstellingen in housing de voorbije jaren versterkt:

The use of micro-finance loans for housing investment has developed more slowly than loans for enterprise development, in part because of the larger loan size. A further reason has been the belief that housing investments are not productive and hence do not generate an income to assist with loan repayments. Over time this assumption has been challenged. In some cases, loans for housing investments have directly improved incomes through helping construct rental accommodation or finance home-based enterprises. Even where productivity is less evident the loans are still repaid on time. Micro-finance for shelter has been “discovered” in the last five years<sup>47</sup>.

Most housing loans are between US\$500 and US\$5,000, ie., considerably larger than enterprise loans. Loan terms are generally between one and eight years, although usually at the shorter end of this range. Security conditions vary considerably, depending on local circumstances<sup>48</sup>.

### 5.5.3. Financiële producten voor housing

<sup>45</sup> Ibidem p 14-16

<sup>46</sup> “Development of housing finance and its impact on socio-economic uplift in the emerging economy in Bangladesh”, Khandaker Khalidur Rahman p1

<sup>47</sup> “Background Paper on Shelter Finance”, Diana Mitlin, Center for Sustainable Urban Development, July 1-6, 2007, p 19

<sup>48</sup> CGAP (2004) Housing microfinance, Donor Brief No. 20, CGAP, Washington.



IFC heeft een drietal instrumenten om housing-FI's te bedienen nl lange termijn kredieten, garanties in lokale valuta om lokale valuta hypotheekleningen te kunnen afsluiten en het mogelijk maken van securitisaties (veelal voor het aantrekken van lokale financiering door middel van het uitgeven van obligaties).

IFC identificeert de volgende belemmeringen voor de ontwikkeling van de housing finance sector:

- **Lending Restrictions:** Mortgage lending is often narrowly restricted to a single sector, such as government-owned lenders or highly regulated private institutions.
- **Infrastructure:** Emerging markets often lack the infrastructure that is fundamental to the support of home ownership, such as untargeted subsidies and disincentives for the financial sector.
- **Regulatory Environment:** Legal and regulatory reforms that are crucial to the development of a healthy private sector housing system are a prerequisite to the sector's growth. These include lien registrations, property rights and foreclosure practices.
- **Capacity:** The pool of skilled managers and field staff experienced in housing finance is limited in most countries.
- **Outreach:** While numerous institutions have learned how to profitably serve the housing finance sector, they have yet to rise to the challenge of massive outreach, except in a few countries.

Deze voorbeelden illustreren nog eens het belang dat overheden zorg dienen te dragen voor het creëren van een adequate juridische infrastructuur (vestigen van eigendomsrechten e.d.). Verder ligt er een uitdaging om kennis verder te ontwikkelen en dergelijke financieringsvormen ook te kunnen aanbieden voor kleinere huishoudens.

## **5.6. De rol van banken en kapitaalmarkten**

### **5.6.1. Ontwikkelingsrelevantie**

Zoals eerder aangeduid is er een consensus rond het belang van de ontwikkeling van de financiële sector voor economische groei en armoedebestrijding. In de literatuur vindt men echter minder materiaal over de specifieke ontwikkelingsrelevantie van commerciële banken en kapitaalmarkten. Ook is er weinig studie gedaan naar de voor- en nadelen van lokale versus internationale banken of kleine versus grote banken. Over het algemeen bestaat de indruk dat lokale banken nauwelijks in staat zijn lange financiering aan te bieden terwijl internationale financiers dergelijke faciliteiten wel (in buitenlandse valuta) kunnen aanbieden. Dat laatste bevat weer een belangrijk nadeel als het gaat om de mismatch (tussen funding en uitzettingen) die ontstaat, met alle risico's van dien.

Onderzoek<sup>49</sup> is ook beperkt rond de manier waarop het effect van de financiële sector op de armoedevermindering bevorderd kan worden. Het onderzoek naar de financiële outreach en inclusie, namelijk de mate waarin huishoudens en ondernemingen toegang hebben tot formele financiële diensten staat ook nog in zijn kinderschoenen<sup>50</sup>.

There are disagreements over the relative importance of banks and capital markets in financial sector development in low-income countries and, in developing the banking sector, the relative importance of large and small banks. Empirical studies on how the financial structure is related to a

<sup>49</sup> Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2007). Finance, Inequality and the Poor. *Journal of Economic Growth*, Volume 12, No 1, March 2007

<sup>50</sup> Beck, T. &., Demirgüç-Kunt, A. (2008). Access to Finance: An Unfinished Agenda. *World Bank Economic Review*, 2008, No 2, p 383-396



country's ability to grow, how to sequence financial sector development in developing countries, and relative importance and/or priorities of large domestic banks, small local banks, and capital markets are still sparse.<sup>51</sup>

Justin Lin (2009), the chief economist of the World Bank, has recently argued that low-income countries should make small, local banks the mainstay of their financial systems. He argues that what matters most is setting up a financial sector that can serve the competitive sectors of an economy, which, in many poor countries, means focusing on activities dominated by small-scale manufacturing, farming, and services firms. In his view, these can be best served by small local banks—the size and sophistication of financial institutions and markets in the developed world may not be appropriate in low-income countries. He urges governments in low-income countries (and international financial institutions that help them) to recognize the strategic importance of small, private domestic banks, and to resist the temptation to strive for “modern” stock markets in the early stages of a country's development<sup>52</sup>

Aangenomen kan worden dat de beperkte omvang van financiële systemen en hun beperkte reikwijdte ('outreach') toegang tot deze financiële dienstverlening bemoeilijkt. Researchers<sup>53</sup> identificeerden de volgende drie specifieke moeilijkheden:

- instabiliteit en onderontwikkeling van de algemene economische en institutionele context
- mismatches tussen vraag en aanbod
- de invloed van specifieke belangen van personen en groeperingen die de economische status quo in een land of sector willen behouden.

#### 5.6.2. Verhogen van de ontwikkelingsrelevantie

Om toegang tot financiële diensten te versterken, formuleerden dezelfde onderzoekers de volgende aanbevelingen<sup>54</sup>:

- Increase the size and outreach of financial systems. Experiences show that the scope for further market-based extension and broadening of access to financial services is still considerable in many developing countries, especially when considering the new technology that has become available.
- Stabilize and improve the general economic and institutional environment. Governments can continue to improve their institutional infrastructures, thereby facilitating greater access. Enhancing competition has special importance as that can lead to relative quick gains in access.
- Address supply and demand mismatches. Specific private sector interventions exist that can lead to greater access, but have to be carefully designed. Experiences show, that, in part by using new technology, the private sector can increase the supply of financial services specifically geared towards poor households and small firms. However, there are questions on the degree to which these can be scaled up.
- Improve data and expand research. While broadening access is a valid public policy goal, the means by which to do so are less clear. More generally, much is unknown about how to best enhance access (...).

---

<sup>51</sup> Financial Sector Development, Economic Growth and Poverty Reduction: A Literature Review, ADB Economics Working Paper Series No 173, October 2009 Zhuang, J., Gunatilake, H., Niimi, Y., Khan, M.E., Jiang, Y., Hasan, R., Khnor, N., Lagman-Martin, A.S., Bracey, D. & Hoang, B. (2009). P ?? = 4de element

<sup>52</sup> Ibidem p 6 en 7

<sup>53</sup> Claessens, S. & Feijen, E. (2007). Financial Sector Development and Millenium Development Goals, World Bank, p

<sup>54</sup> Ibidem



### 5.6.3. De rol van donoren

Case studies<sup>55</sup> rond de effectiviteit van de ondersteuning van de financiële sector door donoren<sup>56</sup> concludeerden dat dergelijke assistentie in vele gevallen bijdroeg tot het verbeteren van de regulering van de financiële sector en van de marktinfrastructuur; dat ontbrekende of weinig ontwikkelde marktsegmenten werden ontwikkeld; dat bijgedragen werd tot een verdieping van de financiële sector, een diversificatie van de oorsprong van beschikbare financiële middelen en dat er belangrijke katalyserende effecten en demonstratie effecten waren. Daarbij moeten ook de gevaren van marktverstoringen - veroorzaakt door het optreden van donoren - meegewogen worden. Als uitgangspunt zou moeten dienen dat donoren bij de financiering van de financiële sector geen actieve rol spelen wanneer de markt hierin kan voorzien en anders op marktconforme voorwaarden opereren. Donoren kunnen veelal een betere rol vervullen bij het versterken van de infrastructuur en de opbouw van kennis.

Tegelijkertijd onderstrepen de studies<sup>57</sup> ook de risico's verbonden aan een onevenwichtige ontwikkeling van de financiële sector.

While an effectively functioning financial system is important for economic growth and poverty reduction, finance also brings risks. There is a view that a more developed financial sector offers opportunity for speculation and bubbles that can increase volatility and the risk of financial crises. Therefore, the issue is how to develop a financial system that supports economic growth and poverty reduction in the context of financial stability, and how to balance the need for financial sector development and innovation with the need for economic and financial stability.<sup>58</sup>

---

<sup>55</sup> Financial Sector Development, Economic Growth and Poverty Reduction: A Literature Review, ADB Economics Working Paper Series No 173, October 2009 Zhuang, J., Gunatilake, H., Niimi, Y., Khan, M.E., Jiang, Y., Hasan, R., Khnor, N., Lagman-Martin, A.S., Bracey, D. & Hoang, B. (2009).

<sup>56</sup> Het betreft hier organisaties en landen die ontwikkelingsinitiatieven steunen met subsidies en giften.

<sup>57</sup> Ibidem

<sup>58</sup> Idem p 31



## 6. Relevantie van de opzet van het MASSIF fonds

De Terms of Reference (ToR) bevatten de volgende vragen in verband met de ontwikkelingsrelevantie:

*Zijn de activiteiten en te verwachten resultaten relevant voor de ontwikkeling van de private sector in ontwikkelingslanden (landenlijst) en daarmee voor economische groei en daarmee voor armoedebestrijding en het behalen van Millenniumdoelstelling 1?*

- Welke activiteiten heeft FMO met het fonds ondernomen?
- Welke categorieën van (micro) financiële instellingen bereikte FMO direct met de investeringen van MASSIF? Tier 1,2,3?
- Is bij het opbouwen van de portefeuille voldaan aan de criteria van MASSIF?
- Dragen de activiteiten bij aan de ontwikkeling van de private sector en (daarmee) aan de armoedevermindering?
- Zijn de beoogde eindgebruikers daadwerkelijk bereikt: micro-ondernemers, MKB, lage- en middeninkomens huishoudens?

### 6.1. Doelstelling van MASSIF

#### 6.1.1. Analyse van de doelstelling van MASSIF

De doelstelling van MASSIF is om “via een revolverend fonds een bijdrage te leveren aan de opbouw en verbetering in ontwikkelingslanden (waaronder de minst ontwikkelde landen) en opkomende markten van de financiële infrastructuur, doch niet noodzakelijkerwijs exclusief, op het bedienen van ondernemers en consumenten aan de onderkant van de financiële markt (de eindgebruiker).” Deze doelstelling kent twee componenten:

- a. Het verschaffen van financiële diensten in de brede zin van het woord.
- b. Het institutioneel en financieel versterken van financiële instellingen die de onderkant van de bancaire markt bedienen.

Kenmerkend voor de onderkant van de markt is dat deze ondernemers en consumenten nauwelijks of geen toegang hebben tot betaalbare financiële dienstverlening in de formele bancaire sector.

Concreet wil het fonds bijdragen aan:

- armoedebestrijding door creatie van werkgelegenheid en inkomens via stimulering en het betrekken van het lokale bedrijfsleven;
- financiële sector ontwikkeling door het aanbieden van lange financieringsbronnen die additioneel zijn aan lokale en internationale financieringsbronnen;
- het implementeren van goede bestuursprincipes (corporate governance) op bedrijfsniveau;
- een positieve duurzame economische, ecologische en sociale ontwikkeling.

Bij de onderkant van de markt in de hierboven geformuleerde doelstelling wordt hier niet uitsluitend de onderkant van de samenleving bedoeld, maar met name de onderkant van



de markt voor het geleverde financiële product. Voor het bedienen van de onderkant van de markt voor ondernemers geldt bijvoorbeeld het financieren van of het investeren in een financiële instelling die MKB-bedrijven bedient die voorheen niet werden bediend doordat ze te klein of te risicovol waren. Voor de middenklasse geldt bijvoorbeeld dat ze toegang krijgen tot hypotheekleningen terwijl ze voorheen niet werden bediend. Verder vallen hier uiteraard ook specifieke microfinancieringsinstellingen onder die wel gericht zijn op de onderkant van de samenleving, alhoewel ook hier de absolute onderkant niet wordt bereikt<sup>59</sup>. Bovenstaande interpretatie van de onderkant van de markt werd in verschillende interviews met FMO-management bevestigd.

De uitvoeringsovereenkomst vermeldt onder 4.2. “De relevantie heeft met name betrekking op de duurzaamheid, financieel en anderszins, van de met MASSIF-middelen geleverde financiële diensten aan lokale ondernemers en consumenten, de corporate governance en overige bedrijfsvoering van MASSIF-klienten en -partners in de financiële sector, de effecten op de financiële sector, op investeringen door het lokale bedrijfsleven in succesvolle ondernemingen en op het genereren van besparingen in de betreffende landen, op de overheidsinkomsten en op de exportinkomsten.”

#### 6.1.2. Investeringscriteria

De doelstelling is vertaald naar een aantal investeringscriteria. Hier wordt geanalyseerd hoe deze criteria bijdragen tot het bereiken van de ontwikkelingsdoelstellingen. MASSIF verleent risicokapitaal en midden- en lange termijnkredieten in lokale valuta of harde valuta aan financiële instellingen die opereren op de markt van micro- en kleine bedrijven en consumenten/ huishoudens met lage inkomens. Directe klienten van het MASSIF-fonds zijn commerciële banken, PE-fondsen leasing maatschappijen, microfinancieringsorganisaties, spaarbanken, financieringsmaatschappijen voor consumptief krediet, hypotheekbanken of combinaties van dergelijke instellingen. MASSIF draagt (mits in lokale valuta verstrekt) het valutarisico van de betrokken financieringen en draagt hoge risico's verbonden aan een onstabiele politieke en economische context, aan startende organisaties, organisaties in transitie en markten met beperkte exit-mogelijkheden.

Analyse van deze brede kenmerken van het fonds leidt tot de vaststelling dat deze algemene oriëntaties erg relevant zijn, zowel naar de aard van de klienten als naar de producten. Naast de hogere risico's en het valutarisico, zijn eveneens het ondersteunen van starters (bv. equity fondsen voor het MKB in Afrika) en het steunen van organisaties in transitie (bv. groeiende MFI's die zich moeten aanpassen aan nieuwe toezichtvoorschriften en reguleringseisen) zeer relevant. In die zin is de beschikbaarheid van technische hulpfondsen voor dergelijke vormen van financiering van groot belang.

De volgende fondslimieten werden vastgelegd:

- Maximum 50% van het fonds (uitstaande bruto portfolio) per continent;
- Minimum 30% van het fonds in Afrika;
- Maximum 20% van het fonds per land of valuta;
- Maximum 40% van het fonds in investeringsfondsen;
- Maximum 7.5% van het fonds per klient;
- Maximum 10% van het fonds per groep (holding companies en dochters)

<sup>59</sup> Zie o.m. bijlage 7 bij dit rapport - Murdoch, J. (2002). Analysis of the Effects of Microfinance on Poverty Reduction



Deze maxima zijn vooral ingegeven door een spreiding van risico's, met uitzondering van het quotum voor Afrika dat wordt gerechtvaardigd op basis van de zwakke ontwikkeling van de financiële sector en de mate van armoede in het continent en het belang dat de Nederlandse ontwikkelingssamenwerking hieraan hecht<sup>60</sup>.

#### *Specifieke criteria MASSIF producten*

Bij de 'specifieke criteria' vallen vooral de volgende ontwikkelingsrelevante aspecten op:

- Financiering in lokale valuta waardoor financiële instellingen in staat worden gesteld hun klanten in lokale valuta leningen te verstrekken zonder daarbij een koersrisico te lopen. Hedging van lokale valuta is in veel ontwikkelingslanden niet of nauwelijks mogelijk. Vanwege het hoge risico dat verbonden is aan de lokale valuta's is het niet mogelijk voor MASSIF om leningen tegen vaste rente af te geven. Het lokale valuta fonds 'TCX' doet dit wel voor een aantal ontwikkelingslanden, maar de prijzen zijn vaak dusdanig hoog dat de klanten niet bereid zijn hiervoor te kiezen. Bovendien is TCX niet beschikbaar voor alle MASSIF-landen.
- Ofschoon er voor FMO geen harde minima of maxima zijn geformuleerd, ligt de limiet van de grootte van de investering voor MASSIF beduidend lager dan voor FMO-A omdat het fondsmanagement in kleinere, dynamische en jonge organisaties wil investeren.
- Geen limiet voor regionale investeringen, waardoor er ruimte komt om fondsen te financieren zoals Africinvest
- Mogelijkheid voor MASSIF om een relatief groter gedeelte van totale senior en mezzanine financiering voor start-ups en snel groeiende instellingen (tot een waarde van 49% van de totale assets) te verschaffen waardoor MASSIF zijn innoverende rol voluit kan spelen, vooral op het vlak van de verbreding (nieuwe spelers, nieuwe producten) van de financiële sector. Een snel groeiende onderneming of start-up bevindt zich vaak in een intensieve periode van ontwikkeling.
- Doordat MASSIF in staat is om een groter gedeelte van het kapitaal te verschaffen heeft de klant minder aandeelhouders nodig om aan haar totale funding te komen. In een onzekere periode van groei en transitie is het voor het management van de klant zeer waardevol om niet teveel verschillende aandeelhouders te hebben. De instelling moet in staat zijn om snel beslissingen te nemen. Het beperken van het aantal aandeelhouders draagt hier in positieve zin aan bij.
- Leningen met een looptijd van 5 tot 7 jaar - zelfs tot 10 jaar voor woningbouwprojecten - en een aflossingsvrije periode van 1 à 2 jaar maken het voor de financiële instellingen mogelijk om op hun beurt aan hun klanten middellange en lange termijnkredieten te verlenen. Langlopende kredieten zijn van groot belang om investeringen in kapitaal- en productiegoederen te stimuleren. Dit komt vooral ten goede aan het midden- en kleinbedrijf dat actief is in de productiesector.
- Participaties maken het mogelijk voor MASSIF om, in combinatie met de daarbij behorende zetel in de Raad van Toezicht (= Board), een positieve bijdrage te leveren aan de instelling. Het directe effect is uiteraard het verbeteren van de kapitaalstructuur.

---

<sup>60</sup> Notitie financiële sector ontwikkeling - toegang tot financiële diensten voor effectieve armoedebestrijding





In de criteria wordt echter niet expliciet verwezen naar de mogelijkheid om het 'technische assistentie te mobiliseren voor de MASSIF klanten (via bijvoorbeeld het huidige CD-programma), terwijl dit zeker voor start-ups en klanten 'in transitie' een belangrijk aspect is.

Na het beëindigen van het Seed Capital Fund investeert FMO-MASSIF niet meer direct in bedrijven, maar enkel via fondsen en financiële instellingen. Volgens de staf van FMO oriënteert MASSIF zich nu - via haar financiering in MKB-investeringsfondsen - veel meer op instellingen met een stevig track-record die nieuwe entiteiten opzetten en niet meer rechtstreeks op bedrijven.

### 6.1.3. Toetsing doelstellingen en beleid aan de literatuurbevindingen en eigen analyse

Uit de hier voorgaande literatuurstudie blijkt dat het verbeteren van de financiële infrastructuur een duidelijke impact heeft op de economische groei van de ontwikkelingslanden en dat deze impact sterker is bij de minst ontwikkelde landen (LDC's). Direct en indirect is er een duidelijke impact op de bestrijding van de armoede en het bereiken van de ontwikkelingsdoelstellingen. De omvang van de impact hangt samen met de inkomens(on)gelijkheid in een land

De doelstelling vermeldt het MKB niet als een expliciete doelgroep. Wel wordt verwezen naar ondernemers en consumenten die geen toegang hebben tot de formele financiële sector.

De voorbije 5 jaren, en vooral sinds de opstart van het MASSIF-fonds, hebben zich enkele belangrijke evoluties voorgedaan die de richting van het MASSIF Fonds zeker hebben beïnvloed:

- Uitbreiding van het aantal microfinancieringsorganisaties (tot 1395 in 2008) met een enorme stijging van het aantal begunstigden (tot 86,2 miljoen in 2008) en spaarders (tot 95,8 miljoen spaarders in 2008).<sup>61</sup>
- De tussenkomst van lokale en internationale commerciële banken in de (her-) financiering van de microfinancieringsorganisaties, direct of indirect via het oprichten van specifieke fondsen.
- De groeiende interesse van lokale commerciële banken voor het aanbieden van diensten (kredieten, transfers, village banking, spaarproducten, e.d.) die gericht zijn op de onderkant van de markt.
- De vaststelling dat, ondanks de grote uitbreiding van de microfinancieringssector (naar grotere leningen en ondernemingen), er een mismatch blijft tussen vraag en aanbod voor het MKB. In het bijzonder de toegang tot financiering voor investeringen blijft erg moeilijk. MFI's en ook commerciële banken zijn nog nauwelijks in staat om financieringen te verstrekken met passende voorwaarden (looptijd, bedrag, zekerheden e.d.) voor het MKB. MFI's hebben vaak onvoldoende kennis om deze vorm van financiering (direct lending) succesvol uit te voeren. Het betreft hier de zogenaamde 'missing middle'.
- De vaststelling dat de financiering van de landbouwproductie en van het rurale milieu nog steeds beperkt blijft vanwege de hogere risico's en de perceptie van deze risico's door de financiële sector<sup>62</sup>. Bovendien is er een zekere vraag van boerenorganisaties voor financiering van hun activiteiten en investeringen in het

<sup>61</sup> Voor cijfers 2008 : Microfinance at a glance- 2008, available on [www.mixmarket.org](http://www.mixmarket.org)

<sup>62</sup> Het European Microfinance Platform heeft een aparte studiegroep opgericht rond rural finance.



- kader van een ketenbenadering, waarvoor noch MFI's, noch commerciële banken een adequaat aanbod doen.
- De kredietcrisis die in enkele landen voor de microfinancieringsorganisaties erg ingrijpend is geweest zoals de 'No paga' beweging in Nicaragua, de problemen bij de belangrijkste Marokkaanse MFI's en de terugbetalings-problemen bij de Pakistaanse MFI's.
  - De financiële markten in ontwikkelingslanden zijn meer liquide geworden waardoor meer middelen beschikbaar zijn bij commerciële banken voor de financiering van microfinanciering en in zekere mate ook voor het MKB en housing.
  - De liquiditeit bij commerciële en semi-commerciële fondsen voor investeringen in MFI's is de afgelopen drie jaren geweldig toegenomen. Hierdoor is de concurrentie toegenomen hetgeen ook een positief effect heeft gehad op de 'pricing' van de funding van MFI's.
    - The number and size of so-called Microfinance Investment Vehicles (MIVs) has recently mushroomed. In the last two years, available private and public foreign funding has grown much faster than the capacity of top-rated MFI's to absorb these funds. MicroBanking Bulletin data published by the MIX, which cover over 300 MFI's, shows a similar growth rate (36%). Forty percent compound annual growth is extremely fast growth. But private lending nearly doubled in 2005 from \$ 513 M to \$ 981 M<sup>63</sup>, while IFI microfinance exposure jumped from over \$1 B to \$2.4 B from 2003 to 2005, with an additional \$750 million in IFI funding to be invested in 2006. By the end of 2005 IFIs had invested \$1.5 billion directly in MFI's<sup>64</sup>.
  - Het ontstaan van nieuwe grote sterke Afrikaanse financiële groepen zoals Ecobank, Bank of Africa die zowel in de MicroFinance als in de MKB sector actief zijn.

In het licht van deze belangrijke wijzigingen in de omgeving waarin FMO-MASSIF werkt, is het belangrijk om bij de analyse van de relevantie rekening te houden met het moment van de besluitvorming voor de investering. Beslissingen die bij de aanvang van MASSIF (2006) relevant waren gezien de toenmalige situatie op de markt zijn mogelijk niet meer relevant in de huidige context.

De literatuurstudie 5.3.5.3. gaf aan op welke manier de ontwikkelingsrelevantie van MFI's geoptimaliseerd kunnen worden. De geselecteerde dossiers van MASSIF bevatten spijtig genoeg onvoldoende informatie om een uitspraak te doen over de bijdrage van MASSIF op deze domeinen.

---

<sup>63</sup> Microrate, Role Reversal - Are Public Development Institutions Crowding Out Private Investment in Microfinance, MF Insights, February 2007, p 4 die citeert: MicroRate. *Microfinance Investment Vehicles: An Emerging Asset Class*. MicroRate, Arlington, VA: 2006, page 2

<sup>64</sup> Reille, Xavier, Hannah Seidek, and Nicole Pasricha. *CGAP IFI Survey 2006*. CGAP: Washington, D.C, 2006, pages 8-9.



## **6.2. Toetsing van de voor MASSIF gebruikte instrumenten en rapportage**

### **6.2.1. FMO Scorecard**

Voor MASSIF gebruikt FMO haar eigen scoringsmethodiek. Deze is in de loop der tijd verbeterd aan de hand van de ervaringen en input van de front-office<sup>65</sup>.

Bijlage 8 bevat een vergelijking van de FMO scorecard met de GPR (die door DEG sinds 2002) wordt toegepast op basis van een korte samenvatting van het laatstgenoemde systeem en hun rapportage.

#### *Onderwerpen*

De FMO scorecard, die ook gebruikt wordt voor MASSIF, dient om de duurzaamheid en de ontwikkelingsimpact van de projecten te analyseren. Ze wordt aangepast aan (1) de aard van de klant (financiële instelling, private equity fund, nieuw of bestaand bedrijf, nieuwe of bestaande infrastructuur), (2) aan de aard van de risico's en (3) aan de sector strategie waaronder de investering valt. Er zijn verschillende wijzigingen aangebracht aan de scorecard de voorbije jaren die vergelijking van de scores tussen de verschillende jaren moeilijk om niet te zeggen onmogelijk maakt. Voor deze analyse baseert de evaluator zich op de laatste versie van de scorecard (januari 2010), die drie grote hoofdstukken bevat: Company risk, Development impact en Product risk<sup>66</sup>.

De scorecard bevat onder 'Company risk' en de 'Financial Sustainability Factor' die ook de environmental en social risk analyseert. Voor de hoog risico FIs (Categorie A en B) wordt gekeken naar het gebruik van een E&S management systeem en naar een aantal interne management karakteristieken. Het 'development impact' deel focust op de triple bottom line (people, planet, profit) met 3 hoofdstukken: corporate sustainability priorities, economic development impact en role of FMO. Onder de 'Corporate Sustainability Priorities' (CSP) wordt gekeken naar de 'environmental development impact' en naar de 'social development impact' en eveneens naar de communicatie die rond deze thema's gebeurt. Onder 'Economic Development Impact Score' (EDIS) wordt de 'Impact on Shareholders and Financiers' en de 'Impact on other stakeholders' (werknemers, klanten, de ontwikkeling van de financiële sector en die van kleine bedrijven en naar de bijdragen tot overheidsinkomen via belastingen en subsidies) bekeken<sup>67</sup>. Additionaliteit en katalyserende werking komen aan bod naast de rol die FMO heeft op corporate governance en op environmental, social en business performance. Voor MASSIF zijn er 7 bijkomende (kwantitatieve) indicatoren (voor FI) namelijk: total assets, net profit, total loan/lease portfolio, number of borrowers, volume of deposits and number of depositors, number of branches.

#### *Gebruik van de scorecard*

De scorecard wordt vooral gebruikt voor de besluitvorming rond een nieuwe financiering. Een deel van de scorecard wordt ge-update, maar niet de EDIS score, de CSP en de rol van FMO. Hierdoor is het moeilijk om de ontwikkelingsrelevantie na de financiering te analyseren.

---

<sup>65</sup> Een belangrijke wijziging is geweest dat de Financial Sustainability Factor (FSF) score geen effect meer heeft op de EDIS, wat in het nadeel was van de 'high risk'klanten en dus ook voor MASSIF

<sup>66</sup> Voor deze analyse gebruikten we de scorecard voor financiële instellingen.

<sup>67</sup> Zie details in bijlage 8



FMO meet de ontwikkelingsrelevantie 5 jaar na financiering bij de evaluatie van de projecten. Hierbij wordt de Economic Development Impact Score (EDIS) bekeken en de rol van FMO.

#### *Vergelijking met de GPR – DEG scorecard*

Het GPR systeem dat in 2002 door DEG werd ontwikkeld en toegepast, wordt ook toegepast door verschillende andere DFI's (BIO, PROPARGO). Vergeleken met de GPR die grotendeels dezelfde inhoud dekt qua indicatoren<sup>68</sup>, is het grote verschil dat GPR-DEG indicatoren veel intensiever worden opgevolgd (tweejaarlijks) hetgeen essentieel is om meer verbanden te leggen met het prioritaire beleid van DEG en dat een vergelijking mogelijk maakt tussen de ex-ante en ex-post realisaties. GPR-DEG legt meer dan FMO de nadruk op benchmarking en op het integreren van de informatie in het eigen leersysteem en beleidsbepaling.

FMO publiceert daarentegen wel een jaarlijks evaluatierapport, gebaseerd op de resultaten van de financieringen die 5 jaar eerder toegekend werden<sup>69</sup>. Hierbij wordt dan de link gemaakt met het prioritaire beleid van FMO. Daarnaast heeft de evaluatie-unit ook een nadrukkelijke rol gespeeld in het vaststellen van de nieuwe strategie op basis van de (ontwikkelings)resultaten van de geëvalueerde projecten.

#### 6.2.2. Rapportage rond economische ontwikkeling

De jaarverslagen van MASSIF bevatten een analyse van de development impact van MASSIF. Bijlage 3 bespreekt de manier waarop FMO haar economische impact onderbouwt en gebruikt in haar rapporten.

Voor de analyse van haar economische impact<sup>70</sup> gebruikt MASSIF de volgende indicatoren/ratio's: total assets, profit/loss, loan/lease portfolio, borrowers/lessees, savings/deposits, depositors, employees and branches. Omdat de informatie over de economische impact komt van de klanten - en dus pas beschikbaar is vanaf mei/juni - , was het niet altijd mogelijk om deze informatie in het jaarverslag van MASSIF op te nemen. Dat gebeurde dan in de halfjaarverslagen, en vanaf 2008 in het jaarverslag van het daaropvolgende jaar. Over 2009 is de informatie nog niet beschikbaar.

Met de huidige gegevens is het niet mogelijk om de opeenvolgende jaren te vergelijken gezien de verschillende samenstelling van de portefeuille over de verschillende jaren. De transfers van enkele grote investeringen van MASSIF naar FMO-A in een bepaald continent kan de cijfers van dat continent stevig vertekenen (bv. Latijns-Amerika). Een evaluatie op basis van de 'vaste kern' zou het wel mogelijk maken om de juiste evoluties te benoemen.

#### 6.2.3. Analyse van de ontwikkelingsrelevantie van MASSIF: algemene bevindingen

In deze paragraaf wordt op basis van de MASSIF informatie, de analyse van de klantendossiers en de gesprekken met investment officers en telefoongesprekken met klanten een analyse gemaakt van de ontwikkelingsrelevantie van de MASSIF projecten

<sup>68</sup> Onder voorbehoud van een gedetailleerde analyse van de handleiding (waarover het evaluatieteam niet beschikte)

<sup>69</sup> Het "FMO Annual Evaluation Review 2008-09 – Good times, bad times and development effectiveness" gepubliceerd in mei 2009 baseert zich op de evaluaties van projecten die in 2003 en eerder jaren werden goedgekeurd.

<sup>70</sup> Namelijk de Excel tabellen Economic Impact 2006, 2007, 2008 waarvan de cijfergegevens grotendeels gebruikt werden voor de analyse in het MASSIF jaarverslag.



rond (1) microfinanciering, (2) MKB ondersteuning en (3) housing. Daarna volgt een analyse van de relevantie van MASSIF voor de ontwikkeling van de financiële sector.

Op basis van de interviews en onderzochte documentatie kan vastgesteld worden dat er een verschillende invulling is van de dimensie 'ontwikkelingsrelevant' door BZ en door FMO. De doelstelling "om via een revolverend fonds een bijdrage te leveren aan de opbouw en verbetering in ontwikkelingslanden (waaronder de minst ontwikkelde landen) en opkomende markten van de financiële infrastructuur gericht, doch niet noodzakelijkerwijs exclusief, op het bedienen van ondernemers en consumenten aan de onderkant van de financiële markt (de eindgebruiker)" wordt door FMO vooral ingevuld als de opbouw en de verbetering van de financiële structuur, terwijl BZ vooral de nadruk legt op het bedienen van de doelgroep van ondernemers en consumenten aan de onderkant van de financiële markt.

Vanuit deze verschillende vertrekpunten kan verklaard worden waarom FMO voor MASSIF met name investeringen doet met een sterke invloed op de ontwikkeling van de financiële sector en hierin met MASSIF duidelijk een hoger risicoprofiel aanneemt. BZ verwacht daarentegen dat de invloed van MASSIF op de armoedebestrijding en economische ontwikkeling benadrukt wordt. Deze ogenschijnlijke tegenstelling wordt in zekere zin veroorzaakt door het ontbreken van informatie over outcome en derhalve de relevantie die voor BZ belangrijk is. Hieronder zal blijken dat FMO-MASSIF in de huidige aanpak niet de geschikte tools of procedures heeft om hun outcome op dit vlak te maximaliseren en hierover adequaat te rapporteren.

Een andere vaststelling is dat in de teksten en discussies met de staf van FMO-MASSIF en BZ dikwijls het concept 'risico' en 'ontwikkeling' verward wordt, in het bijzonder op het sociale vlak en het vlak van leefmilieu. Bovendien gaat het bij MASSIF om het vinden van een juiste balans tussen ontwikkeling en rendement. Uitgangspunt immers is dat het fonds revolverend dient te zijn en individuele financieringen daarom aan bepaalde rendementseisen dienen te voldoen. Gezien het karakter van FMO als financiële instelling, is het afwegen van risico's natuurlijk essentieel, terwijl het vanuit het standpunt van ontwikkelingssamenwerking gebruikelijk is om vooral ontwikkelingsrelevante veranderingen na te streven waarbij het omgaan met onzekere situaties en dus risico's een inherent gegeven is<sup>71</sup>.

In het geval van 'financiering voor de lower end of the market' lopen risico's en effect op ontwikkeling slechts gedeeltelijk parallel. De analyse van de risico's gezien door het oog van een bankier richt zich vooral op de kwaliteit van de portefeuille, organisatie en management. Ontwikkeling op het vlak van sociaal en leefmilieu, heeft daarentegen vooral een relatie met de aard van de financiële producten die aangeboden worden (bv. leasing) en de karakteristieken van de klantengroepen (ruraal versus stedelijk).

Zoals ook uit de inleidende literatuurstudie blijkt (zie 5.3.5.) is het moeilijk, duur en tijdrovend om de veranderingen bij de eindbegunstigden van microfinanciering, MKB-krediet en housing toe te wijzen aan specifieke fundingbronnen. Er zijn immers verschillende factoren die een invloed hebben op de leefsituatie van de klanten en op de rentabiliteit van de bedrijfjes. Bovendien speelt het aspect van fungibiliteit van fundingbronnen hierbij een rol.

<sup>71</sup> Een hoger risico vanuit het standpunt van de financiering betekent immers niet noodzakelijk dat er ook een hogere ontwikkelingsrelevantie is. Het risico voor het financieren van een Tier 3 lening kan inderdaad vrij hoog zijn, maar ze is niet automatisch ontwikkelingsrelevanter dan de financiering van een tier 2 lening.



Voor een geheel overzicht van de portefeuille verwijzen wij naar bijlage 4. Hier wordt dieper ingegaan op specifieke elementen om de relevantie te kunnen bepalen.

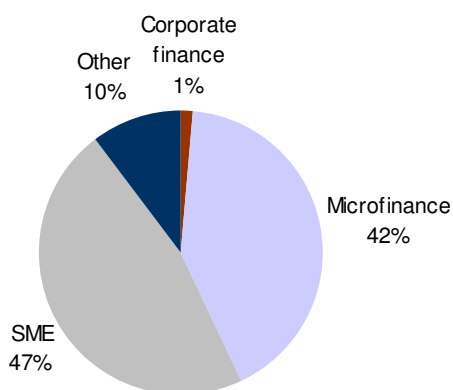
### **6.3. Ontwikkelingsrelevantie van MASSIF - Microfinancieringen**

In deze paragraaf wordt eerst het deel van de MASSIF portefeuille besproken dat betrekking heeft op microfinanciering. Het betreft niet alleen de microfinancieringsinstellingen (MFI's) maar ook commerciële banken en andere financiële instellingen die microkredieten verlenen. De twee volgende paragrafen behandelen respectievelijk MKB financiering en housing finance.

#### **6.3.1. Belang van microfinanciering in de portefeuille**

Uit de verdeling van de portefeuille naar de aard van de financiering kan geconcludeerd worden dat microfinanciering een belangrijk deel van de portefeuille inneemt.

Figuur 6.1 Verdeling netto portefeuille naar special purpose in 2009<sup>72</sup>



#### **6.3.2. Aard van de klanten**

Uit de tabel 6.1 (general sectors – special purpose) blijkt dat in 2009 het als Microfinance geclassificeerde geld van MASSIF zeer divers wordt verdeeld. Dit onderstreept het belang van commerciële banken en andere spelers in de MF activiteiten van MASSIF. Dit geldt ook voor de MASSIF financiering van SME's waarbij het grootste deel via commerciële banken en investeringsfondsen wordt verstrekt.

Tabel 6.1 Verdeling van de “general sectors” naar “special purpose” in 2009:

<sup>72</sup> Hiervoor is gebruik gemaakt van limit amount ten opzichte van totaal.



	Microfinance	SME	Corporate finance	Other
Commercial banks	13%	36%	88%	39%
Other financial institutions n.e.c.	22%	9%	0%	19%
Mortgage banks	17%	0%	0%	31%
Equity investment fund	19%	32%	12%	5%
Financial leasing	4%	18%	0%	0%
Fund management	0%	0%	0%	0%
Microfinance institutions	25%	0%	0%	0%
Leisure and tourism	0%	0%	0%	0%
Construction and infrastructure	0%	0%	0%	0%
Housing finance institutions	0%	0%	0%	6%
Financial Holding companies	0%	5%	0%	0%

De regionale verdeling duidt aan dat SME financiering in alle regio's geschiedt en ook microfinanciering goed gespreid is (waarbij het zwaartepunt in Afrika ligt). Afrika krijgt met € 20 miljoen zo'n 14,5% van deze – voor haar vitale – sector. In vergelijking met andere investeerders is een 14,5% aandeel voor de Afrikaanse markt niet onaanzienlijk gegeven het feit dat de MFI markt in Afrika minder ontwikkeld is en dus ook minder mogelijkheden biedt om te investeren (zie het relatief beperkte aantal Afrikaanse MFI's in de lijst 'Mix Global 100 Composite Ranking' met de 100 grootste MFI's ter wereld.

Tabel 6.2 Geografische verdeling van de special purposes

	Latin America & The Caribbean	Africa	Asia	Europe & Central Asia	Global
Corporate finance	1,121,809	632,325	0	3,475,843	0
Microfinance	21,587,171	20,658,993	81,953,684	10,263,957	24,611,025
SME	11,135,207	93,735,477	38,595,130	26,502,321	8,068,760
Other	15,765,336	22,737,782	849,422	0	0
	49,609,523	137,764,576	121,398,235	40,242,120	32,679,785

### 6.3.3. Aard van de financiering

Tabel 6.3: Verdeling van het "type investering" naar "special purpose" in 2009:

	Microfinance	SME	Corporate finance	Other
Equity	28%	51%	12%	8%
Mezzanine	17%	14%	0%	22%
Commercial loans	55%	35%	88%	70%
Guarantee	0%	0%	0%	0%

Uit tabel 6.3 blijkt dat er in 2009 ongeveer de helft leningen zijn verstrekt ten behoeve van microfinanciering. Toch is een niet onaanzienlijk deel (45%) van de op microfinance gerichte instellingen met achtergesteld vermogen en equity gefinancierd. Dit aandeel van kapitaalbreng kan wellicht verklaard worden door de sterke portefeuille groei bij MFI's over de afgelopen jaren en de daardoor ontstane behoefte om haar solvabiliteitspositie op peil te houden of te versterken. Dit beeld werd bevestigd in gesprekken met 'peers' waarbij aangegeven werd dat er een duidelijke verschuiving naar equity investeringen (voor tier 1 en 2 organisaties) is waar te nemen. Op basis van bovenstaande gegevens is er onvoldoende informatie beschikbaar om hier duidelijke



conclusies aan te verbinden en de vraag onderbouwd te beantwoorden of altijd de juiste financieringsproducten ingezet zijn. Echter uit de onderzochte dossiers van MASSIF bleek vrijwel altijd het juiste instrument ingezet te zijn door FMO. In die zin kan de vraag dus positief beantwoord worden.

Voor SME's ligt het zwaartepunt meer bij achtergestelde leningen en equity (totaal 65% van de huidige SME portefeuille). Dit betreft dan zowel de financiële instellingen als investeringen in SME investment fondsen.

#### *Karakter van de gefinancierde MFI's*

Tabel 6.4: Verdeling van de MFI portefeuille per tier en direct/indirect

Tier 1	# dossiers	Bedrag EUR mln	%
Direct: MFI	65	64,5	41%
Indirect: MIV	3	3,4	2%
<b>Totaal</b>	<b>68</b>	<b>68,0</b>	<b>43%</b>

Tier 2/3	# dossiers	Bedrag EUR mln	%
Direct: MFI	33	33,0	21%
Indirect: MIV	57	57,0	36%
<b>Totaal</b>	<b>90</b>	<b>90,0</b>	<b>57%</b>

<b>Totaal</b>	<b>158</b>	<b>157,9</b>	<b>100%</b>
---------------	------------	--------------	-------------

Uit de voorgaande tabel blijkt dat 43% van de MFI portefeuille grote MFI's zijn met een balanstotaal van meer dan 50 miljoen €. Het grootste deel van deze financiering geschiedt rechtstreeks. De financiering van de tier 2/3 organisaties gebeurt daarentegen voor meer dan de helft via microfinance investment vehicles (MIV) zoals Lok Fund, Aavishkar, Advans, Accion Invest in Microfinance.

Uit de informatie die beschikbaar is op [www.mixmarket.org](http://www.mixmarket.org) blijkt verder dat de vele MFI's die door MASSIF gefinancierd werden tot de 3 grootste MFI's behoren in hun land.

Tabel 6.8: Marktpositie van de gefinancierde MFI





Marktpositie van de MFI	(op basis total loan portfolio)	Land	Toier 1 of Tier 2/3 (op basis van FMO/BUZA definitie) <sup>73</sup>	OSS (2009) <sup>74</sup>
Prasac	4 <sup>de</sup>	Cambodia	Tier 1	124,58%
Acleda	2 <sup>de</sup>	Cambodia	Tier 1	112,32%
K-REP	3 <sup>de</sup>	Kenya (Equity Bank = 1st)	Tier 2/3	84,9% <sup>75</sup>
BRAC	1 <sup>ste</sup>	Bangladesh	Tier 1	72,6%
Los Andes Procredit	1 <sup>ste</sup>	Bolivia	Tier 1	116,17%
Banco Solidario	1 <sup>ste</sup>	Ecuador	Tier 1	103,44%
FIE	3 <sup>de</sup>	Bolivia	Tier 1	114,63%
First Microfinance Bank	1 <sup>ste</sup>	Afghanistan	Tier 1	119,34%
FIE Gran Poder	1 <sup>ste</sup>	Argentina	Tier 2/3	104,25%
Genesis	1 <sup>ste</sup>	Guatemala	Tier 2/3	110,56%
Microcredit	2 <sup>de</sup>	Madagascar	Tier 2/3	98,16

Gezien hun hoge Operational Self-Sustainability (OSS) zijn ze in staat om commerciële financiering aan te trekken.

Daarnaast investeert MASSIF weliswaar ook in start-ups welke verlieslatend zijn bij aanvang of gesitueerd in (post)-conflict gebieden (Microcred in Madagascar, First Microfinance Bank in Afghanistan).

Voor elke MFI heeft MASSIF informatie beschikbaar over de totale activa, de winst, het aantal kredietnemers en spaarders en ook het aantal personeelsleden en het kantorennetwerk. Deze cijfers, die betrekking hebben op de gehele portefeuille van de klant, worden weliswaar globaal gebruikt om de economische impact van MASSIF te becijferen, maar de cijfers per groep klanten (zie 'general sectors') worden niet gebruikt om te benchmarken of gebruikt voor rapportage van MASSIF.

Op basis van de gegevens die beschikbaar zijn op [www.mixmarket.org](http://www.mixmarket.org) is het bovendien mogelijk om een vergelijkende analyse te maken met de andere MFI's in een bepaald land of regio.

#### *Andere organisaties in MF en MF/SME*

Onder de equity investment funds en financial holding companies zitten interessante innoverende dossiers zoals de dossiers van het Rural Impulse Fund (zie box hieronder) en van Aavishkaar in India dat in kleine MFI's investeert. Zij slagen er in lokale MFI's te financieren en start-ups, zowel met lange termijn leningen als equity.

Over de andere organisaties die in MF en MF/SME operationeel zijn, zoals commerciële banken is weinig informatie beschikbaar. Uit de analyse van de geselecteerde MASSIF dossiers kwam ook weinig specifieke informatie over de MF/SME activiteiten van deze financiers.

Voor de economische impactanalyse heeft MASSIF weliswaar cijfers beschikbaar over de portefeuille van deze klanten, het aantal kredietnemers en spaarders en ook over het

<sup>73</sup> Op basis van de FMO/BUZA classificatie : Tier 1 zijn MFI's met een balanstotaal van minimum 50 mln €.

<sup>74</sup> Vele sociale financiers gebruiken een andere classificatie: tier 1 met OSS boven de 100% voor een aantal jaren; tier 2 met een OSS tussen de 95 en 110%; tier 3 met OSS tussen de 90 en 100%; tier 4 met OSS < 90%

<sup>75</sup> K-Rep en BRAC hadden enkele jaren geleden wel een OSS boven 100%.



aantal kantoren en werknemers. Het is echter niet duidelijk of deze cijfers alleen betrekking hebben op de MF/SME portefeuille of over de gehele portefeuille. In het laatste geval zijn ze slechts beperkt bruikbaar voor analyse rond ontwikkelingsrelevantie.

#### *Ontwikkelingsrelevantie van de organisaties die MF-producten aanbieden*

Gezien de problemen om informatie te achterhalen over de impact van de microfinanciering (zie beperkingen rond methodologie en kosten), zijn de MF-industrie en de donoren het eens om vooral te kijken naar de social performance van de organisaties die microfinancieringsproducten aanbieden en voor de zogenaamde 'microfinance investment vehicles'. Hiertoe werd binnen CGAP de Social Performance Task Force opgericht (zie hierboven 5.3.5.).

#### *MFI's*

Bij de analyse van financieringsaanvragen neemt FMO de financiële performances van de MFI in aanmerking, maar de ESDIS is onvoldoende gedetailleerd om de sociale performance van deze potentiële klanten te beoordelen<sup>76</sup>.

Van verschillende klanten van MASSIF is informatie over hun Social Performance beschikbaar gemaakt op [www.mixmarket.org](http://www.mixmarket.org). Het betreft Banco Los Andes Procredit (Bolivië), Banco Solidario (Ecuador), BRAC (Bangladesh), FIE Gran Poder (Argentinië), FIE (Bolivia) en Genesis Empresarial. Het betreft bijna 6,5% van de portfolio van MFI's waarvoor ontwikkelingsrelevante informatie beschikbaar is voor FMO-MASSIF en het grote publiek. Uit deze informatie blijkt ook op welke manier genderaspecten in aanmerking genomen worden in hun werking.

Daarnaast zijn er een aantal andere MFI's die een social performance rating heeft laten uitvoeren. Het betreft de meeste van de bovenvermelde organisaties en ook JSC TBC Bank Constanza (Georgië), Banco Columbia, Banco Popular Covela (Honduras), Microcred Madagascar, Financiera Fama (Nicaragua). Het feit dat dergelijke informatie bestaat en openbaar beschikbaar is, geeft reeds een aanduiding dat de MFI's aandacht besteden aan deze aspecten. Uit de analyse van de dossiers waar microfinancieringsproducten aangeboden werden, bleek dat ze er inderdaad in slagen de doelgroep te bereiken.

Deze informatie wordt echter niet opgenomen bij de analyse van de dossiers en wordt dus onvoldoende in aanmerking genomen bij de besluitvorming rond de financiering<sup>77</sup>. Ook is er onvoldoende opvolging of monitoring van deze informatie gedurende de looptijd van de investeringen.

#### *Microfinance investment funds*

Een aantal investeringsfondsen in microfinancieringsinstellingen zoals bv. het Rural Impulsfonds dat door INCOFIN beheerd wordt, heeft echter een eigen systeem (ECHO) om naast de financiële informatie, ook informatie te verzamelen over de sociale performance van de MFI's waarin geïnvesteerd wordt. Dit soort documenten zitten blijkbaar niet in het dossier of er wordt door FMO/MASSIF niet naar verwezen als

<sup>76</sup> FMO meldt dat de ESDIS als score afgeschafte werd vanwege de complexiteit en dat er gewerkt wordt aan een opvolger.

<sup>77</sup> FMO meldt dat weliswaar environmental en social elementen een rol spelen in de besluitvorming.



bijkomende indicatie van kwaliteit en het professionalisme van zulke fondsen en hun investeringen.

Rural Impulse Fund (RIF) bedient de onderkant van de MFI-markt, vooral rurale en kleinere investeringen (tier 2), die commercieel haalbaar zijn en die minimaal 20% van hun activiteiten in rurale gebieden hebben (niet noodzakelijk in de landbouwproductie). Leningen bedragen tussen USD 500.000 en USD 3.000.000. Voorwaarden zijn dat de MFI een portfolio heeft van minimaal € 2.000.000, meer dan 100% Operational Self-sustainable (OSS) is gedurende de afgelopen 3 jaar en een Portfolio at risk > 30 dagen (PAR 30) heeft van beneden 10%. Dit marktsegment wordt door weinig investeringsfondsen specifiek bewerkt, ook niet door MASSIF en FMO-A. Ervaring bij RIF heeft geleerd dat de rendementsverwachtingen hoog zijn. Dit hangt nauw samen met het feit dat de RIF investeringen ook dikwijls in een vroeg stadium worden gedaan en daardoor de resultaten bij 'exits' hoog kunnen zijn. Het fonds heeft de ambitie om minimaal 25% van de gelden te beleggen in Afrika maar heeft de afgelopen 3 jaar slechts 15% in Afrika kunnen investeren. INCOFIN, dat het fonds beheert, voert een social performance screening uit van de MFI's waardoor er meer inzicht is ten aanzien van missie en visie van de MFI's, hun klantgerichtheid, outreach, kwaliteit van personeel enz. Deze informatie wordt jaarlijks aangepast.

#### *Andere financiële instellingen*

Wat betreft de commerciële banken die microfinancieringsproducten aanbieden – al dan niet gecombineerd met producten voor SMEs - is dergelijke informatie niet beschikbaar in openbare databases.

#### *Integratie van sociale performance informatie in de dossiers*

Tussen de geselecteerde dossiers zijn geen dossiers te vinden waarbij grote problemen vastgesteld worden rond sociale relevantie. Toch bieden de procedures van FMO geen garantie dat ook de meest 'relevante' organisaties gefinancierd zullen worden. FMO beschikt thans uitsluitend over het EDIS instrument dat onvoldoende houvast biedt voor het meten van de performance van de sociale en leefmilieu aspecten van investeringen over de tijd. De ESDIS is recentelijk afgeschaft vanwege de complexiteit. Er wordt op dit moment gewerkt aan een opvolger.

Het argument dat het screenen op social performance /ontwikkelingsrelevantie een intensief proces betreft, wordt weerlegd doordat 'peers' en andere fondsen methodes hebben ontwikkeld waarbij tijdens de due diligence wel de sociale performance bekeken wordt. Dit blijkt qua tijdsbelasting ongeveer een extra halve dag of dag te kosten. Het belang van een dergelijke screening wordt bevestigd door onderzoek dat aangeeft dat er een positieve correlatie blijkt te zijn tussen sociale performance en financiële resultaten.

Het is belangrijk dat FMO-MASSIF voor de MASSIF klanten bestaande informatie en analyses opneemt in het investeringsdossier. Vanaf 2010 gebeurt dat reeds met de economische impact indicatoren.



### *Overige inspanningen*

FMO-MASSIF besteedt minder aandacht aan milieuaspecten bij de screening van de MASSIF investeringen in microfinanciering omdat zij in de zogenaamde categorie C zijn geplaatst waarvoor minder milieurisico's zouden gelden<sup>78</sup>.

FMO heeft wel een interessant instrument ontwikkeld, speciaal voor MFI's. Deze FMO "MFI Sustainability Guidance" helpt MFI's en hun personeel om de sociale en leefmilieu-effecten van de verschillende micro-ondernemingen te analyseren. Voor elk soort bedrijf wordt gezocht naar de kritische risicofactoren en op welke manier deze risico's beperkt kunnen worden. Deze tool wordt jaarlijks voorgesteld aan de Latijns Amerikaanse MFI's tijdens een seminar dat de Interamerican Development Bank organiseert. Als gevolg van deze en andere inspanningen zijn er verschillende MFI's, ook niet-klanten, die de tool gebruiken. IFC heeft de tool op zijn website gezet, wat het belang van deze tool voor de sector illustreert<sup>79</sup>.

Procredit is een holding company van MFI's en SME FI's en heeft een MFI opgezet in Mozambique die door FMO gefinancierd wordt. Procredit heeft besloten in samenwerking met FMO, de "MFI Sustainability Guidance" uit te rollen in al haar vestigingen in de verschillende continenten.

De credit officers van Procredit Mozambique worden opgeleid in het gebruik van deze tool en zijn enthousiast omdat het hen in staat stelt de risico's van hun kredietportefeuille te beperken en de klanten meer bewust te maken van de sociaal- en milieuvriendelijke aspecten van hun producten.

### *Monitoring en evaluatie van de ontwikkelingsrelevantie*

Na een initiële screening op het moment van de investeringsbeslissing is er geen verdere opvolging van de inspanningen die de MFI levert om zijn sociale performance te verhogen. Het verdient aanbeveling om de ontwikkelingsrelevantie ook tussentijds te monitoren (bv. elke 1 à 2 jaar) wat een extra stimulans kan betekenen voor de klant om zijn performance op dit vlak te verbeteren.

Omdat er nog geen evaluaties van de MASSIF portefeuille zijn uitgevoerd is het te vroeg om uitspraken te doen over de inhoud van deze evaluaties en in welke mate deze voldoende aandacht besteden aan de sociale impact van de gefinancierde instellingen die microfinancieringsproducten op de markt brengen. Op basis van enkele evaluaties die zijn uitgevoerd voor investeringen uit het Seed Capital Fund en het Fonds Klein bedrijf<sup>80</sup> kan geconcludeerd worden dat deze (zoals hierboven beschreven onder 6.1.4.3. Evaluatie van de MASSIF projecten) weliswaar erg interessante informatie en analyses bevatten over het verloop van de financiering, maar dat nog te weinig aandacht besteed wordt aan de sociale performance van deze klanten (evolutie van outreach en gemiddelde leningen, klantgerichtheid, gender, opleiding van het personeel e.d.) zelfs wanneer deze informatie van de MFI ter beschikking is<sup>81</sup>.

<sup>78</sup> Voor investeringen met zwaardere milieu risico's, namelijk Categorie A en B wordt daarentegen dikwijls aan de klant gevraagd om een Environmental & Social Management System op te stellen en te implementeren.

<sup>79</sup> Zie [http://www.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/Content/FinancialInstitutions\\_CommercialBanks](http://www.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/Content/FinancialInstitutions_CommercialBanks)

<sup>80</sup> Evaluatie Bancosol (Bolivië) en Sacom (Vietnam)

<sup>81</sup> Zie [www.mixmarket.org/mfi/bancosol/files](http://www.mixmarket.org/mfi/bancosol/files) voor informatie over de sociale performantie van Bancosol



#### 6.4. Ontwikkelingsrelevantie van MASSIF - MKB financieringen

Zoals uit de literatuurstudie (zie 5.4.1. SEAF) blijkt, betekent het financieren van het MKB een belangrijke hefboom voor de economische ontwikkeling: elke dollar geïnvesteerd in een MKB bedrijf genereert tot 12 USD in de lokale economie. Ook is duidelijk dat er meer werkgelegenheid gecreëerd wordt en meer ruimte voor inkomensverbetering van de medewerkers in bedrijven waarin geïnvesteerd werd. Dezelfde studie toont aan dat er een hefboomeffect van 1,63 is van kapitaal tegenover leningen. In landen met een zwakke financiële sector zal de impact van MKB financiering ongetwijfeld groter zijn dan in landen waar de financiële sector reeds goed ontwikkeld is.

##### 6.4.1. Belang en aard van MKB financieringen

MKB financiering bedraagt in 2009 47% van de MASSIF portefeuille. MKB financiering wordt verleend door verschillende soorten organisaties: 36% via commerciële banken, 18% via financial leasing, en 32% % via equity investment fund, naast 9% other overige financiële instellingen (zie tabel 6.1 in paragraaf 6.3).

De expertise en ervaring die FMO opgebouwd heeft in dit marktsegment onder meer in het kader van het Seed Capital Fund heeft haar in staat gesteld om een prominente en zinvolle rol te spelen bij de oprichting van lokale fondsen zoals Africinvest. FMO kon hiervoor samenwerken met een aantal professionele partners uit haar netwerk. Bij dergelijke 'greenfield' operaties werden relevante economische focus-sectoren geïdentificeerd<sup>82</sup>, de markt onderzocht en ervaren mensen gerekruteerd.

Het stadium waarin de SME-FI markt zich in de verschillende landen en continenten bevindt, is van het belang voor het bepalen van de relevantie. Zo zijn de Aziatische en Latijns-Amerikaanse markt meestal al zeer volwassen terwijl de MF/SME markt in Afrika nog in de kinderschoenen staat. In die zin is een geografische focus belangrijk voor de relevantie. Van de MKB portefeuille van €176 miljoen is meer dan de helft in Afrika (53%), 21% in Azië, 14% ECA en slechts 6,3% in LAC (zie tabel 6.2 in paragraaf 6.3.2.).

##### 6.4.2. Aard van de financiering

Uit tabel 6.3 blijkt in 2009 dat equity 51% van de financiering van deze activiteiten vertegenwoordigt, terwijl 35% commerciële leningen en 15% mezzanine betref. Voor 2008 was de verdeling identiek.

Tabel 6.3: Verdeling van het "type investering" naar "special purpose" in 2009:

	Microfinance	SME	Corporate finance	Other
Equity	28%	51%	12%	8%
Mezzanine	17%	14%	0%	22%
Commercial loans	55%	35%	88%	70%
Guarantee	0%	0%	0%	0%

<sup>82</sup> Africinvest investeert bijvoorbeeld vooral in telecommunicatie en het bankwezen.



### 6.4.3. Ontwikkelingsrelevantie van de MKB portefeuille

#### *Aard van de klanten*

Er is helaas geen/weinig informatie over de klanten die deze SME-FI bereiken. Zijn het de kleinere (familie) bedrijven, organisaties of zijn het grotere bedrijven? Voor sommige fondsen zijn er wel aanwijzingen zoals het gemiddelde leningbedrag of de sectoren waarin zij actief zijn (landbouw, industrie, handel, enz). Zo zullen investeringen in telecom en agri-processing gericht zijn op de grotere bedrijven. De indicator 'gemiddelde lening' wordt als proxy gebruikt voor het bepalen van de MSME classificatie en is in lijn met/op basis van definities van de Wereldbank en IFC.

#### *Producten*

Vanuit ontwikkelingsrelevantie is het belangrijk dat MKB-bedrijven toegang krijgen tot lange termijnfinanciering om hen in staat te stellen investeringen te doen in nieuwe productiemethodes, marktontwikkeling en dergelijke. MKB bedrijven zijn meestal afhankelijk van de lokale markt en zijn dus ook zeer gebaat bij lokale valutafinanciering. Grotere internationaal exporterende bedrijven hebben vaak voor een deel een natuurlijke 'hedge'. Instellingen en fondsen die door lange termijnfunding van MASSIF lokale valutafinancieringen (leningen, leasingproducten) kunnen verstrekken zijn dus bij uitstek relevant voor het stimuleren van lokale productiebedrijven in het MKB. De financiële partners van MASSIF verstrekken over het algemeen kredieten aan hun klanten. Soms vindt ook leasing en hypotheekverstrekking plaats en zijn er soms ook verzekerings-producten beschikbaar.

#### *Economic Impact*

Voor MKB-investeringen, veelal via commerciële banken, zijn de beschikbare gegevens rond portefeuille en aantal klanten een minder goede basis omdat er geen opsplitsing is gemaakt tussen de MKB portefeuille en andere leningen.

De ESDIS en EDIS scores zijn vrij algemeen gesteld; ze houden geen rekening met bepaalde deelaspecten van de werking van de klanten (actieve promotie naar MKB, specifieke producten en diensten voor MKB, apart loket voor MKB,...) en geven weinig informatie over de redenen waarom een bepaalde score is toegekend. Op die manier is het erg moeilijk om na te gaan of de financier een hogere economic impact en ontwikkelingsrelevantie bereikte. Bovendien worden deze indicatoren onvoldoende opgevolgd tijdens de looptijd van de investeringen. In veel gevallen wordt aangenomen dat de risico's voor negatieve effecten op milieu en op de maatschappij van de MKB-sector relatief beperkt zijn en wordt de kans op grote negatieve effecten voorkomen door het gebruik van een 'Exclusion list'.

In vergelijking met de GPR- tool van DEG die door verschillende DFI's toegepast wordt (o.m. BIO, PROPARCO), is de ESDIS tool veel beperkter en laat minder toe om conclusies te trekken omtrent bv. gender, mobilisering van spaargelden, diversificatie van financiële producten, etc. Ook de IFC Performance Standards on Social & Environmental Sustainability bevat bijkomende aspecten zoals community engagement, biodiversiteit van de financiers. Overigens zeggen de gebruikte tools op zich zelf niets over de relevantie van de activiteiten van de MASSIF klanten.

#### *Environmental & Social Management en Ontwikkeling*

Op dit vlak speelt FMO een meer vooraanstaande rol dan de andere DFI's. Het opstellen van een Environmental and Social Management System (ESMS) was in een aantal



dossiers een voorwaarde voor het toekennen van de financiering. In sommige dossiers, wordt het ESMS wel degelijk opgesteld, maar noteert de Investment Officer dat het systeem niet werd toegepast. Overigens dient te worden opgemerkt dat een ESMS vooral de risico's verbonden aan bepaalde investeringen onderzoekt, wat niet noodzakelijkerwijs betekent dat de financier ook de meest ontwikkelingsrelevante bedrijven financiert (arbeidsintensief, prioritaire sectoren, etc.)

Bij het succesvol implementeren van zulke ESMS systemen wordt in sommige gevallen door FMO overwogen om een korting op het interestpercentage te geven. Deze incentive is nog niet toegepast voor MASSIF klanten.

Cauris Invest heeft een ESM system opgesteld na een MASSIF participatie van EUR 2,5 mln. Het document is erg compleet en dekt alle informatie over de sociale en ecologische risico's. Het is echter niet duidelijk uit het dossier of het systeem ook werkelijk geïmplementeerd werd en wat de outcome/impact is van dit systeem.

## 6.5. Ontwikkelingsrelevantie van MASSIF- Housing Finance

### 6.5.1. Belang van housing finance in de portefeuille

Uit de analyse van de portefeuille (zie bijlage 4, tabellen 3, 10 en 11)<sup>83</sup> blijkt dat dat Housing Finance, gecombineerd met Housing MF/SME en Housing SME goed is voor 18% van de portefeuille in 2008 en 17% in 2009. dat Housing Finance, gecombineerd met Housing MF/SME en Housing SME goed is voor 18% van de portefeuille in 2008 en 17% in 2009. Ongeveer 70 % van de financiering geschiedt in de vorm van commerciële leningen. Mezzanine is daarnaast belangrijk terwijl equity financiering verwaarloosbaar (3%) is behalve voor Housing & MF/SME(13%)

De hypotheek markt is een markt die in bepaalde regio's nog weinig ontwikkeld is en waar expertise en financiering nodig is om aangepaste producten te kunnen aanbieden. Dat is bijvoorbeeld het geval in Sub-Sahara Afrika waar weinig van dergelijke initiatieven bestaan. Als nieuw financieringsproduct is housing finance daarom ook erg relevant en beschikbaar is in landen in Azië en Afrika.

Tabel 6.9: Geografische verdeling Housing over de MASSIF portefeuille<sup>84</sup>

	Latin America & The Caribbean	Africa	Asia	Europe & Central Asia
Housing MF and SME	5,879,178	0	11,945,137	0
Housing and SME	1,930,277	3,811,096	6,566,663	595,110
Housing	0	13,200,471	3,798,723	0
	48,796,392	86,685,764	85,287,061	35,139,474

<sup>83</sup> Voor de analyse van de housing financiering gebruiken we de gegevens voor juli 2010 waarvan bijlage 4 een gedetailleerde analyse bevat. Gegevens over 'special purpose' van de financiering zijn hier opgenomen volgens de classificatie die FMO heeft gehanteerd tot aan juli 2010. De nieuwe classificatie zoals weergegeven in hoofdstuk 6.2 en 6.3. waren bij oplevering van het rapport nog niet beschikbaar voor de jaren voor 2008 en eerder. Bovendien werd housing in die classificatie onder 'other' geclassificeerd.

<sup>84</sup> Hierbij is gebruik gemaakt van de "oude" indeling van special purpose omdat housing in de nieuwe classificatie onder "other" staat opgenomen.



Housing is een activiteit waarbij de gebouwen als onderpand (hypotheek) dienen (asset based financing) en in principe relatief weinig risico's inhouden.

#### 6.5.2. Aard van de hypotheek financiers en hun producten

Commerciële banken spelen in 'Housing' een belangrijke rol naast de hypotheek banken en de equity investment funds. Ook voor de gemengde producten Housing & MF/SME en Housing & SME spelen commerciële banken een belangrijke rol, naast other Financial institutions en MFI's<sup>85</sup>. Het is onduidelijk wat de preciese rol van equity investment funds in housing is.

#### 6.5.3. Ontwikkelingsrelevantie van Housing Finance

Het bereiken van de "lower end of the market" blijkt niet vanzelfsprekend. Uit de analyse van enkele dossiers (Ghana Home Loans) blijkt dat initieel een markt van middenklasse bereikt wordt, zonder dat in dit stadium mechanismen voorhanden zijn om minder welgestelde consumenten te bedienen. FMO beargumenteert dat er in deze markten nauwelijks housing financiering beschikbaar is en dat het onrealistisch is te verwachten dat nieuwe organisaties in deze markt zich direct op het moeilijkste segment gaan richten. Ook belangrijk is dat deze fondsen in toenemende mate een beroep doen op de private investerings- en beleggingsmarkt zodat mogelijkheden geboden worden voor zinvolle beleggingen. Hier gaat het dus om de ontwikkeling van de financiële sector waardoor economische groei wordt gestimuleerd. Dit volgt meer de indirecte weg van de bestrijding van de armoede dan meestal voor MFI's het geval is.

Bij de oprichting van Ghana Home Loans was FMO-MASSIF erg betrokken vanaf de conceptfase. FMO ondersteunde de oprichters in het zoeken van aangepaste financiering, het ontwikkelen van de juiste procedures en methodologie, onder meer door hen in contact te brengen met bestaande initiatieven.

Na de opstart bereikte men in eerste instantie het hogere segment van de markt. De alternatieven voor deze mensen waren financiering uit eigen middelen of toegang tot kredieten bij commerciële banken. 'Developers' werden geïnteresseerd en gestimuleerd doordat hun klanten goede hypotheeklening financieringen konden krijgen voor de huizen die zij bouwden. Er was dus een economische impact door de invloed op de bouwsector. Hier gaat het vooral over klanten uit de middenklasse zoals overheidsambtenaren, middenkader, MKB eigenaars. Ghana Home Loans heeft onderzocht hoe ze ook de lower end of the market kan bereiken, maar hier zijn veel minder 'developers' aanwezig, waardoor de transactiekosten hoger liggen.

<sup>85</sup> Het is niet altijd duidelijk op basis van welke criteria MASSIF een dossier benoemd als 'housing', 'housing /SME' en 'housing/MF'





## **6.6. Conclusies en aanbevelingen**

### 6.6.1. Microfinanciering

#### *Bevindingen*

De omgeving waarin MASSIF opereert is de afgelopen jaren aanzienlijk gewijzigd. De liquiditeit voor met name microfinanciering is enorm toegenomen ondanks de financiële crisis. Met name tier 1 organisaties kunnen thans - zowel in de lokale markt als bij internationale commerciële financiers - vrij gemakkelijk aan financiering komen. De rol van DFI's en zeker die van MASSIF lijkt hier uitgespeeld omdat de additionaliteit hier nauwelijks meer van toepassing is.

In 2009 bedroeg de microfinanciering 42%<sup>39%</sup> van de portefeuille. In de portefeuille zitten naast de MFI's ook een groot aantal andere financiële organisaties die MF producten aanbieden (tot 75% van de portefeuille) o.m.commerciële banken en mortgage banks . Binnen de microfinanciering gaat ongeveer één derde van de financiering in de vorm van equity en een toenemend deel in mezzanine producten. Microfinanciering vormt daarom een belangrijk deel van de activiteiten van MASSIF. Echter MASSIF richt haar microfinancieringsactiviteiten niet zozeer op pure microfinancieringsinstellingen maar grotendeels op organisaties die microfinanciering in het productenpakket hebben opgenomen zoals commerciële banken en start ups van organisaties zoals Pro Credit. Ook voor deze partijen zijn commerciële investeerders in toenemende mate bereid in de financiering te voorzien.

Uit de analyse van de geselecteerde dossiers blijkt dat 43% van de microfinance portefeuille gaat naar grotere organisaties met een balanstotaal boven 50 miljoen € (tier 1) terwijl 57% gaat naar tier 2/3 organisaties. De tier 2/3 organisaties worden in sterke mate (36% van de portefeuille) gefinancierd via microfinance investment vehicles (MIV). Verschillende directe MFI klanten behoren op hun markt de grootste of bij de 3 grootste MFI's horen<sup>86</sup>. Daarnaast worden ook start-ups en greenfields gefinancierd. . Een aantal investeringsfondsen werken duidelijk in de lagere marktsegmenten. Over de commerciële operatoren met microfinancierings-producten is minder informatie beschikbaar. MASSIF draagt dus bij tot een diversificatie van de MFI sector met een breder aantal MFI's en dus grotere concurrentie en druk op efficiëntie.

Alhoewel verschillende MFI's en investeringsfondsen informatie over sociale performance beschikbaar hebben, wordt deze niet in aanmerking genomen bij de besluitvorming bij FMO. De procedures van FMO besteden relatief weinig aandacht aan een aantal sociale aspecten en bieden daardoor onvoldoende houvast bij het beantwoorden van de vraag of ook (de meest) relevante organisaties gefinancierd worden. Overigens stelde de analyse van de geselecteerde dossiers vast dat bijna alle dossiers positief geëvalueerd konden worden op de ontwikkelingsrelevantie en toegang tot de 'lower end of the markt'. In sommige gevallen werden de voorziene relevante effecten echter slechts na enkele jaren bereikt. Na een initiële screening op het moment van de investeringsbeslissing is er geen verdere opvolging van de inspanningen die de MFI levert om zijn sociale performance te verhogen. Aansturing door FMO naar de financiële intermediairs vanuit deze invalshoek is daardoor ook niet goed mogelijk.

---

<sup>86</sup> Dit is alvast het geval met de MFI in Moldavia, Guatemala en Cambodja en Procredit



Bij een vergelijking van de scorecard van FMO/MASSIF met die van enkele peers en fondsen viel het op dat FMO een eigen systematiek hanteert, door het vrij eenzijdig invullen van een scorecard bij de kredietbeoordeling, terwijl andere organisaties deze analyse samen met de klant uitvoeren. Bovendien blijkt de scorecard van organisaties als DEG, INCOFIN, Oikocredit en Triple Jump meer toegesneden op het transparant maken van de sociale performance van de instellingen door aandacht te besteden aan zaken als gender, client satisfaction & protection, outreach, HR en verschillende social performance indicators. Tenslotte kent MASSIF (evenals een aantal andere partijen) geen opvolging van social performance measurement gedurende de looptijd van de investeringen.

Omdat bij directe MASSIF-financiering o.m. naar commerciële banken, de sociale performance of ontwikkelingsrelevantie niet grondig onderzocht wordt, bestaat een zekere kans op 'mission drift' waarbij de initiële doelgroep van kleine consumenten en micro-ondernemingen verwaarloosd kan worden<sup>87</sup>. De aanwezigheid van sociale indicatoren bij dergelijke organisaties is in dit verband van belang en moeten van invloed zijn op de besluitvorming bij kredietverlening.

#### *Aanbevelingen*

FMO zou zich met MASSIF op het terrein van microfinanciering meer moeten richten op investeringen in organisaties/fondsen die tier 2/3 organisaties als werkgebied kennen. Ook dient er blijvend aandacht te gaan naar 'greenfielding' in landen waar de microfinancieringssector nog niet goed ontwikkeld is. Gelet op de geringe investeringsomvang en de specifieke kennis die hiervoor nodig is, verdient het aanbeveling dergelijke investeringen via gespecialiseerde fondsen te geleiden die hier meer voor zijn geëquipeerd.

MASSIF financiering zou zich meer kunnen richten op initiatieven die specifieke segmenten van de microfinance industrie bestrijken en die werken rond onderwerpen als rurale outreach, value chain finance of met een sterke aanwezigheid in bepaalde sectoren die op dit moment onvoldoende gedekt worden en waarvoor de risico's en verwachte opbrengst lager ligt bij een veel hogere ontwikkelingsrelevantie. Uiteraard dienen dergelijke activiteiten te voldoen aan de rendementsdoelstellingen die MASSIF vereist. MASSIF financiering kan ook gericht worden op microfinancieringsorganisaties die in een 'transitiefase' zijn en behoefte hebben aan equity en lange termijn leningen om te beantwoorden aan specifieke eisen in het kader van microfinance reglementering bv. om de overstap te maken van NGO naar Microfinance Bank.

FMO/MASSIF zou haar social performance screening meer in lijn moeten brengen met 'best practices' rond de impact en sociale performance van microfinanciering. FMO-MASSIF zou in het investeringsdossier expliciet informatie rond social performance informatie moeten inlassen en een conclusie toevoegen in verband met de specifieke ontwikkelingsrelevantie van het project. Deze informatie moet dus ook meer geïntegreerd worden in het due diligence proces. Het is eveneens nodig om een minimum SPM-score vast te leggen waaraan de projecten moeten voldoen om voor

---

<sup>87</sup> Zie 'Stemming the Tide' Women's World Banking. Deze studie analyseert het effect van deze ontwikkeling op toegang tot krediet voor vrouwen.



MASSIF in aanmerking te komen. Jaarlijks of tweejaarlijks dienen de realisaties van de MFI-klant op het vlak van de social performance beoordeeld te worden en acties ondernomen te worden voor opvolging. Ondersteuning vanuit een technisch assistentie programma als dat van bv. CD is een belangrijk instrument voor het boeken van vooruitgang op dit terrein. In die zin zou overwogen moeten worden om het CD programma meer in te zetten voor het opvolgen van social performance issues.

Daarnaast kan FMO-MASSIF actief het proces binnen de Social Performance Taskgroep opvolgen om te komen tot een standaardisatie van de instrumenten. Deze kan dan ook door FMO-MASSIF toegepast worden bij de besluitvorming.

MASSIF zou kunnen overwegen om incentives in te bouwen voor MFI's als beloning voor het bereiken van SPM targets. Daarbij zou een rentekorting bijvoorbeeld overwogen kunnen worden.

Het is van belang om ook de E&S screening verder te promoten bij MFI's die veel micro- en kleinbedrijven financieren, maar ook bij commerciële banken die MF producten aanbieden.

#### 6.6.2. MKB financiering

##### *Bevindingen*

Een belangrijk deel van de MASSIF portefeuille is gericht op de financiering van het MKB. Zoals verwoord in het literatuurhoofdstuk is het MKB een belangrijke motor voor economische ontwikkeling en daarmee voor het bestrijden van armoede. Verschillende studies bevestigen dit beeld.

Bij de analyse van de activiteiten van MASSIF bleek echter dat er onvoldoende (bruikbare) informatie beschikbaar is in de MASSIF dossiers om een uitspraak te doen over de aard van de klanten en de financieringsproducten (ruraal/urbaan, outreach, aard van de sectoren). Deze informatie zou helpen om een bevestiging te krijgen over de ontwikkelingsrelevantie van de MKB financieringen. Het is bijvoorbeeld nu moeilijk om vast te stellen of MASSIF met MKB financiering erin is geslaagd om bijvoorbeeld de 'missing middle' te bereiken. De MKB-sector in met name de low-income countries is nog erg onderontwikkeld. Het is voor private equity fondsen lastig om gezond renderende investeringen te doen in het echte MKB-segment. De kosten van due diligence en acquisitie lijken vaak hoog zelfs voor lokaal opererende fondsen. Op het vlak van MKB-financiering heeft FMO duidelijk ervaring en wordt gezien als een invloedrijke professionele speler. FMO heeft een prima netwerk van financiële instellingen en fondsen waarover anderen financiers niet beschikken. Zowel haar kennis en ervaring met commerciële banken en PE-fondsen is daarbij waardevol. De literatuurstudie benadrukt het belang van het MKB ten aanzien van economische ontwikkeling en armoedebestrijding.

##### *Aanbevelingen*

De evaluatie beveelt aan dat MASSIF haar financiering van MKB gerichte partners voortzet en bij voorkeur intensifieert via het financieren van lokale investeringsfondsen en financiële instellingen en haar inspanningen voortzet om ook nieuwe, aangepaste producten bij haar partners/klanten te stimuleren. Participaties in het MKB zijn daarbij



een goed instrument voor het opzetten van fondsen voor specifieke doelgroepen. Gezien de belangrijke rol die FMO speelt op het vlak van het versterken van financiële instellingen ten voordele van het MKB, mag terecht van MASSIF verwacht worden dat bij de screening meer ontwikkelingsrelevante aspecten meegenomen worden zodat de ontwikkelingseffecten transparant en daardoor geoptimaliseerd kunnen worden. De tool die FMO ontwikkeld heeft om MFI's toe te laten om de sociale en leefmilieu risico's in kaart te brengen, is een interessante tool, die ook gepromoot kan worden bij andere organisaties die het MKB financieren (ook al dient deze tool verder verfijnd en aangepast te worden).

Verdere samenwerking dient gestimuleerd te worden tussen de FMO-MASSIF partners en de lokale projecten en organisaties die het MKB ondersteunen, zodat ook het lagere segment van het MKB goed bediend kan worden en de financiering aansluit op andere vormen van ondersteuning (technische assistentie).

### 6.6.3. Housing Finance

#### *Bevindingen*

Op basis van de beschikbare gegevens is het moeilijk te bepalen wat de specifieke ontwikkelingsrelevantie is van de MASSIF housing-financieringen aangezien er weinig informatie beschikbaar is in het dossier. De financiering zal ongetwijfeld een invloed hebben op de ontwikkeling van de bouwsector en het creëren van werkgelegenheid in deze sector, maar het is niet duidelijk of via de MASSIF investeringen ook het 'lower end of the market' bereikt wordt. Omdat housing finance een betrekkelijk nieuw fenomeen is in ontwikkelingslanden, mag wellicht ook niet verwacht worden dat dit deel van de markt direct bereikt kan worden. In die zin zou gesteld kunnen worden dat FMO met MASSIF bijdraagt aan het starten van een ontwikkeling op dit terrein en op de langere termijn pas de gewenste ontwikkelingsresultaten kan bereiken.

In verschillende gevallen bv. Ghana Home Loans heeft MASSIF-FMO bijgedragen tot de oprichting van gespecialiseerde instellingen. Hoe de commerciële banken met MASSIF financiering hun inbreng in de housing sector hebben vorm gegeven is niet duidelijk.

#### *Aanbevelingen*

Het is aanbevolen dat MASSIF bij haar financiering van de housing sector meer inzichtelijk maakt welke resultaten op 'sociaal gebied' bereikt zijn en welke inspanningen geleverd worden om naast de hogere- en middenklasse, ook (op termijn) de 'lower end of the market' te bereiken met eventueel aangepaste producten.

### 6.6.4. Relevantie voor de ontwikkeling van de financiële sector

De financieringen van MASSIF zijn erg relevant geweest voor de ontwikkeling van de financiële sector in de landen/regio's waar ze actief zijn. Sommige effecten zijn gedocumenteerd voor specifieke investeringen, maar er is helaas te weinig systematische informatie beschikbaar om de intensiteit en omvang van de onderstaande effecten te onderschrijven.



#### *Verbreiden van de financiële sector.*

Mede door de ervaring van 'Seed Capital', heeft MASSIF een rol kunnen spelen bij het oprichten van lokale en regionale fondsen voor de financiering van het MKB. MASSIF financierde 'greenfields' in landen en regio's waar dergelijke initiatieven nog niet bestonden of in een 'early stage' waren. Zo is bijvoorbeeld de opstart van Africinvest één van de eerste (of de eerste) organisaties die in Franstalig Sub-sahara Afrika equity financiering ter beschikking stelt voor middelgrote ondernemingen. Door de betere beschikbaarheid van lange termijn leningen, heeft een aantal MFI's zoals bv. Procredit-Mozambique hun productaanbod kunnen uitbreiden naar de MKB-markt met grotere leningbedragen en een specifieke aanpak voor directe investeringen.

FMO droeg bij tot het lanceren van nieuwe instellingen in landen waar tot nu toe dat bepaalde aanbod niet op grote schaal bestond. Door de samenwerking met ACLEDA Cambodia werd ACLEDA-Laos opgestart op een moment dat Laos nog geen of weinig MFI's had.

Op het vlak van hypotheekleningen heeft MASSIF bijgedragen aan nieuwe initiatieven. Op die manier ontstonden private initiatieven zoals Ghana Home Loans, naast de bestaande weinig actieve overheidsinstellingen, waardoor een middenklasse nu de mogelijkheid heeft om hun nieuwe huisvesting te financieren.

#### *Versterken van de financiële instituties*

Door de lange termijn leningen en equity financiering versterkte MASSIF de financiële structuur van de verschillende MFI's, SME-FI's, fondsen en hypotheekverstrekkers. Door de MASSIF-investeringen konden nationale en internationale financiers van MFI's zoals Aavishkaar Goodwill in India hun financiering aan lokale kleinere en groeiende MFI's uitbreiden<sup>88</sup>. Dit ontwikkelingsrelevante deel van de MFI-markt kon MASSIF omwille van efficiëntie niet rechtstreeks benaderen. De partner van MASSIF zorgt voor een nauwe monitoring van deze MFI's. Als direct gevolg van de MASSIF-financiering kon de leningportefeuille en het aantal branches van deze organisaties groeien en werd de beschikbaarheid van financiering voor zowel consumenten, als micro-ondernemingen en het MKB verbeterd. Een ander meer direct gevolg van de MASSIF financiering is, dat deze MFI's nieuwe medewerkers hebben aangetrokken<sup>89</sup>.

#### *Regionale integratie van de financiële sector*

MASSIF had eveneens een effect op de regionale integratie van de financiële sector door het financieren van panafricaanse financiële initiatieven zoals de Bank of Africa of het participeren in de oprichting van fondsen die hun activiteiten op bepaalde regio's richten.

#### *Rurale oriëntatie*

Door investeringen in fondsen als het Rural Impulse Fund heeft MASSIF bijgedragen aan de rurale oriëntatie van MFI's waarbij het concreet bijdraagt aan één van de belangrijke omgevingen waar MFI's nog relatief weinig aanwezig zijn<sup>90</sup>.

---

<sup>88</sup> Dit blijkt uit de visie en missie van deze organisatie die gepubliceerd is op hun website. MASSIF heeft spijtig genoeg geen informatie over de aard van de portefeuille van deze klant bv. aantal tiers1, tiers2, tiers3 organisaties.

<sup>89</sup> Deze cijfers bevatten niet de stijging van het aantal kantoren en werknemers van de financiering van MASSIF in investeringsfondsen.

<sup>90</sup> Er is spijtig genoeg geen informatie beschikbaar over het aandeel van de rurale financiering in de overige investeringen van MASSIF in de microfinancieringssector.



#### *Bredere beschikbaarheid van bankproducten*

Ook de uitbreiding van de commerciële bankensector werd gefinancierd door bijvoorbeeld Cogebanque in Rwanda en Bank of Africa in meerdere Afrikaanse landen en door Equity Bank in Kenya, waardoor de algemene beschikbaarheid van financiële producten verhoogd is.

#### *Nieuwe doelgroepen en aangepaste producten*

Het is helaas niet duidelijk welke partners van MASSIF door deze financiering ook gestimuleerd werden tot het ontwikkelen van nieuwe producten voor bepaalde doelgroepen. Het gaat dan om het introduceren van nieuwe technologieën in de kredietverlening zoals kredietverlening en terugbetaling via mobiele telefoontransacties, het inschakelen van retailnetwerken voor de financiële transacties (bv. het inschakelen van kleine winkeltjes voor de terugbetaling van de kleine leningen) e.d..

#### *Beperking van sociale en leefmilieu risico's bij financiers*

Met de promotie door FMO van tools rond 'Environmental and Social Screening' o.m. via regionale fora en door de toepassing hiervan als voorwaarde in de financieringsovereenkomst op te nemen dat er een Environmental and Social Management System moet geïmplementeerd worden, heeft MASSIF/FMO er toe bijgedragen dat er aandacht is voor deze aspecten en dat ook de onderliggende financieringen naar activiteiten gaan waar de risico's op het vlak van leefmilieu en op sociaal vlak beperkt zijn, bv. door het voorkomen van kinderarbeid, arbeidsvoorwaarden, het beperken van de productie en het gebruik van voor het milieu schadelijke producten.



## 7. MASSIF en de markt

### 7.1. Additionaliteit MASSIF

#### Voldoen de investeringen aan de eisen van additionaliteit?

- *Heeft de MASSIF-investering een voldoende hoger risicoprofiel dan een “gewone” FMO-investering?*
- *In hoeverre zijn de investeringen van investeringen van MASSIF additioneel?*
- *Welke andere mogelijkheden bestaan er in de markt qua aanbod van lokale valutaleningen aan financiële instellingen, gericht op de onderkant van de markt?*
- *Onderscheiden de criteria voor investeringen door MASSIF zich voldoende van die door FMO?*
- *Ontwikkelen klanten (financiële instellingen) zich zodanig dat ze na verloop van tijd kwalificeren voor FMO-A? En zo ja, is dit toe te schrijven aan MASSIF? En hoeveel klanten betreft dit?*

De doelstelling van MASSIF is om de onderkant van de markt te bedienen ten behoeve van de individuen en bedrijven die nu geen toegang hebben tot de formele bancaire sector. Het is de doelstelling van MASSIF om via haar financieringen bij te dragen aan projecten die de toegang voor deze groep verwezenlijken. Een grote mate van additionaliteit is noodzakelijk om markten te verdiepen naar de onderkant dan wel nieuwe markten te creëren. De groepen aan de onderkant van de markt worden immers voorafgaand aan de financiering van projecten niet eerder bediend.

De additionaliteit van MASSIF wordt bepaald door vast te stellen in hoeverre MASSIF aan een vraag in de markt voldoet die niet door andere partijen al wordt of kan worden ingevuld. Additionaliteit wordt in deze niet als binair verschijnsel beschouwd (wel of niet additioneel), maar in hoeverre de vraag naar financieringen met bepaalde karakteristieken (bijvoorbeeld risicoprofiel, type product, valuta, looptijd, etc.) het aanbod dusdanig overstijgt en onvoldoende wordt ingevuld door andere partijen.

In deze paragraaf wordt de additionaliteit van MASSIF beschouwd vanuit twee perspectieven:

- Additioneel aan FMO-A
- Additioneel aan de commerciële markt

Doordat MASSIF bereid is om een hoger risicoprofiel en een lager rendement te accepteren en als specifieke doelstelling heeft om zeer onderontwikkelde segmenten van de financiële markten open te breken, mag er verwacht worden dat MASSIF een duidelijke additionele rol vervult aan FMO-A en commerciële partijen.

De additionaliteit van MASSIF ten opzichte van FMO-A wordt getoetst op basis van een vergelijking van de investeringscriteria en door middel van een portefeuillevergelijking op basis van het risicoprofiel en gebruikte producten. De conclusies zullen verder worden onderbouwd met de uitkomsten van het dossieronderzoek en interviews met marktpartijen en FMO-medewerkers. Voor zover beschikbaar zijn ook de diverse



jaarverslagen geanalyseerd van Nederlandse fondsen en internationale financieringsinstellingen voor ontwikkelingslanden.

## **7.2. Additionaliteit en productdiversiteit MASSIF aan FMO-A**

In deze paragraaf worden de investeringscriteria vergeleken en de portefeuille op de verschillende risicoaspecten beoordeeld. Uit de vergelijking van de investeringscriteria blijkt dat MASSIF onderscheidend is ten opzichte van FMO-A op de volgende aspecten:

- Het verstrekken van lokale valuta leningen
- Lagere maximumomvang van de investering
- Hoger aandeel financiering als totaal van de balans
- Lagere rendementseis voor zowel (semi)equity als leningen
- Minder zware eisen van benodigd track record

Zie de onderstaande vergelijking van de verschillen in (investerings-)criteria zoals voorgeschreven binnen de FMO-organisatie en opgenomen in FMO's processen.

*Criteria vergelijking MASSIF rendementseis vs. FMO-A<sup>91</sup>*

### **Criteria leningen aan financiële instellingen:**

	MASSIF	FMO-A
<i>Omvang faciliteit</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Eur 500k – 5 mln</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Niet expliciet gedefinieerd in criteria</li></ul>
<i>Omvang faciliteit als % activa gefinancierde instelling</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• &lt; 20%</li><li>• Snel groeiend &lt; 30%</li><li>• Start-ups &lt; 49%</li><li>• Binnen 3-5 jaar &lt; 20%</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• &lt; 10%</li></ul>
<i>Valuta</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Lokale valuta/EUR/USD</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• EUR/USD/lokale valuta gehedged via TCX</li></ul>
<i>Interest</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Variabel voor lokale valuta</li><li>• Vast en variabel voor USD/EUR leningen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vast en variabel voor USD/EUR leningen</li></ul>
<i>Minimaal rendement</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• &gt; dan lokale lange termijn deposit rates</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Niet expliciet gedefinieerd in criteria</li></ul>
<i>Verwacht rendement</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 3% op Euro basis (= na verrekening valuta component)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Niet expliciet gedefinieerd in criteria</li></ul>
<i>Looptijd</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 5- 7 jaar</li><li>• Max 10 jaar voor housing institutions</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Min 3 jaar</li><li>• Max 12 jaar</li></ul>
<i>Landen</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Volgens BZ-landenlijst</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• FMO-landenlijst</li></ul>

<sup>91</sup> Distinction FMO-A and Government funds – 14 September 2009 / Investment criteria MASSIF General March 2010 / Investment criteria FMO on Financial institutions, P.E. funds, Housing.





### Criteria equity / participaties in financiële instellingen:

	MASSIF	FMO-A
<i>Omvang participatie</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eur 500k – 5 mln</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niet expliciet gedefinieerd in criteria</li> </ul>
<i>Omvang participatie als % activa gefinancierde instelling</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• &lt; 19.9%</li> <li>• Start-ups &lt; 49%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• &lt; 10%</li> </ul>
<i>Minimaal rendement</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 7%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 15% voor stabiele instellingen</li> <li>• 20% overig</li> </ul>
<i>Verwacht rendement</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 15%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 20%</li> </ul>
<i>Exit</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exit moment 5-7 jaar,</li> <li>• Heldere exit strategie niet noodzakelijk</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exit moment 5-7 jaar,</li> <li>• Heldere exit strategie noodzakelijk</li> </ul>
<i>Board Seat</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consideratie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consideratie</li> </ul>
<i>Landen</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Volgens BZ-landenlijst</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FMO-landenlijst</li> </ul>

### Criteria equity / participaties in investeringsfondsen:

	MASSIF	FMO-A
<i>Omvang participatie</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Max. 5 mln</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niet expliciet gedefinieerd in criteria</li> </ul>
<i>Omvang participatie als % activa gefinancierde instelling</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• &lt; 20%</li> <li>• zeer onderontwikkelde markten &lt; 49%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 5% - 20%</li> </ul>
<i>Gemiddelde omvang sub-investments</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Max. Eur 1mln SMEs</li> <li>• Max. Eur 4mln FIs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niet expliciet gedefinieerd in criteria</li> </ul>
<i>Minimaal rendement</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• &gt; 7%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• &gt; 10% (net IRR)</li> </ul>
<i>Track record fund managers</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Een sterk track record of relevante ervaring</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Een sterk track record of relevante ervaring</li> </ul>
<i>Management fees</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geen specifieke criteria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2% standaard / geen cap</li> </ul>
<i>Termijn van het fonds</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Max 10 jaar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Max 10 jaar (extensie van 2-jaar ivm liquidatie van het fonds)</li> <li>• Doelstelling van een board seat</li> <li>• Investeringscomité alleen in geval van kennisoverdracht</li> </ul>
<i>Board Seat</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• In lijn met FMO-A</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investeringscomité alleen in geval van kennisoverdracht</li> </ul>
<i>Landen</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Volgens BZ-landenlijst</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FMO-landenlijst</li> </ul>

### *Analyse naar de additionaliteit en toepassing van de criteria*

Of MASSIF werkelijk ook additioneel is geweest, zal moeten worden beoordeeld op basis van het antwoord op de vraag of de criteria zoals geformuleerd ook daadwerkelijk zijn toegepast en of de investeringen vanwege hun eigenschappen niet ook door FMO-A gefinancierd hadden kunnen worden.



Bij de additionaliteit van MASSIF ten opzichte van FMO-A zijn de volgende aspecten van belang:

- Lokale valutafinanciering
- Risicoprofiel van de transactie
  - Risico van de klant en product
  - Start-up vs. track record
  - Landenrisico
- Omvang van de transactie

#### *Lokale valuta leningen*

Het meest onderscheidende aspect dat blijkt uit de toepassing van criteria is de mogelijkheid van MASSIF om leningen in lokale valuta te verstrekken. MASSIF en haar voorloper het Kleinbedrijffonds was het eerste (Nederlandse) fonds dat lokale valuta aanbood in ontwikkelingslanden. De lokale valuta's van ontwikkelingslanden zijn zeer volatiel en het ontbreekt vaak aan een goede referentierente om de prijs van de lening in lokale valuta te kunnen bepalen. Mede door deze problematiek is de markt voor financieringen in lokale valuta lang onderontwikkeld gebleven.

#### *Additionaliteit van lokale valutafinanciering versus leningen in harde valuta*

Het alternatief voor lokale valutafinanciering voor financiële instellingen in ontwikkelingslanden is het aantrekken van leningen in harde valuta. De rente die berekend wordt op harde valuta leningen zoals USD en EUR is doorgaans veel lager dan de rente die wordt berekend op lokale valuta leningen. Dit renteverskil wordt (mede) veroorzaakt door het verschil in de inflatieverwachtingen tussen beide valuta. Het renteverskil tussen lokale en harde valuta leningen bepaalt ook de prijs voor het afdekken van het wisselkoersrisico.

Het renteverskil tussen financiering in lokale valuta en harde valuta kan er toe leiden dat financiële instellingen bewust voor een mismatch kiezen in hun valutaposities. Zij incasseren dan hoge rentes op hun uitgeleende lokale valuta aan bedrijven en betalen een lage rente op hun aangetrokken leningen in harde valuta. Indien de wisselkoers redelijk stabiel blijft dan maakt een financiële instelling een hoge marge. Indien de lokale munt echter depreciert of in een duikvlucht terecht komt, kan dit tot grote financiële problemen leiden bij de financiële instelling. Hoewel duidelijk is dat dit een groot risico is, kan de soms zeer hoge lokale referentierente ervoor zorgen dat lokale financiële instellingen bewust kiezen voor financiering in harde valuta tegen lage rente in plaats financiering in lokale valuta. Het risico van de mismatch tussen uitzettingen en verplichtingen wordt dan bewust aangegaan. In de geanalyseerde dossiers heeft een instelling bewust gekozen om een lening in dollars aan te trekken in plaats van lokale valuta vanwege het grote renteverskil tussen beide leningen.

#### *Aanbieders van lokale valuta financiering – TCX fonds*

Sinds kort zijn de eerste stappen gezet om een markt voor lokale valuta te creëren. Uit de ervaringen van het MASSIF-fonds en de kennis die daar werd opgebouwd met lokale valuta's, is in 2007 het TCX-fonds opgericht. De aandeelhouders van het fonds zijn een verscheidenheid van zo'n 17 financiële instellingen en organisaties, die allen actief zijn als financier in ontwikkelingslanden, waaronder initiatiefnemer FMO. Het TCX-fonds is een fonds dat de risico's van valuta uit ontwikkelingslanden afdekt voor haar aandeelhouders. Sinds drie jaar zijn hierdoor de verschillende ontwikkelingsbanken en



FMO-A ook in staat om leningen in lokale valuta aan te bieden. Het ministerie van Buitenlandse Zaken heeft ook financieel bijgedragen in het kapitaal van TCX.

De groeiende belangstelling voor TCX van investeerders - en de daarmee samenhangende groei en diversificatie in portefeuilles - zou op termijn kunnen zorgen voor een bredere openstelling van het fonds en een groter bereik van lokale valuta. Op dit moment bedient TCX niet alle landen waarin MASSIF ook actief is en wil zijn. De landen die op dit moment wel door MASSIF worden bediend, maar niet door TCX zijn bijvoorbeeld Cambodja en Laos

De reden waarom TCX risico's van een aantal valuta (nog) niet afdekt, is dat het in sommige landen aan een goede referentierente ontbreekt. De lokale kapitaalmarkt is dan nog te zeer onderontwikkeld om een realistische prijs te kunnen bepalen voor het afdekken van het wisselkoersrisico. De additionaliteit van MASSIF met betrekking tot de landen die op dit moment niet door het TCX-fonds worden bediend is daarom evident aanwezig. Voordat het TCX-fonds in werking trad en gedurende de eerste aanloopjaren gold dit voor alle MASSIF-landen

Als de additionaliteit van het fonds wordt bekeken over de gehele periode kan worden geconstateerd dat de additionele waarde van het lokale valuta-aspect van het fonds is verminderd. Desalniettemin kan tegelijkertijd worden geconstateerd dat op het moment van het aangaan van de investering, TCX nog geen volledig aanbod van valuta's had en voor 2007 zelfs nog niet bestond. Tot die tijd was het aanbod van leningen in lokale valuta niet of slechts zeer beperkt aanwezig in de financieringsmarkt voor ontwikkelingslanden.

Overige partijen die actief zijn in de markt voor lokale valuta, zoals bv. Triple Jump, Triodos, INKOFIN, Oikocredit en Blue Orchard zijn een goede aanvulling op de huidige markt, maar in zijn totaliteit is de vraag in vergelijking met het mogelijke aanbod van deze financieringsorganisaties nog zodanig dat MASSIF duidelijk in een behoefte voorziet.

#### *Lokale aanbieders*

Indien een markt zich in redelijke mate heeft ontwikkeld zijn er ook lokale financiële instellingen en pensioenfondsen die lokale valuta kunnen verstrekken of bereid zijn om het wisselkoersrisico over te nemen. Kleinere MFI's kunnen soms bij de lokale commerciële financiële instellingen hun USD leningen transformeren naar lokale valuta's. Ook zijn lokale pensioenfondsen en regionaal opererende banken soms een alternatief voor lokale valutafinanciering vanuit MASSIF of TCX. In de dossiers kwam naar voren dat Africaleasing koos voor een lokale valutalening van haar andere aandeelhouder Afriland die in staat was om de lokale valuta lening (tegenwaarde van EUR 3 mln) tegen veel lagere tarieven aan te bieden dan MASSIF.

#### *Risicoaspecten*

De doelstelling van MASSIF houdt in dat de financiering de ontwikkeling van nieuwe markten dient te ondersteunen. De ontwikkeling van nieuwe markten en/of producten is veelal met meer risico omgeven doordat track records voor die specifieke markt ontbreken. Verhoogde risicoaspecten kunnen voorkomen omdat het bedrijf in oprichting is of omdat het een financieringsinstelling in ontwikkeling is. In de dossier analyse waren 10 van 20 klanten opstartende nieuwe instellingen en 3 waren instellingen/fondsen in

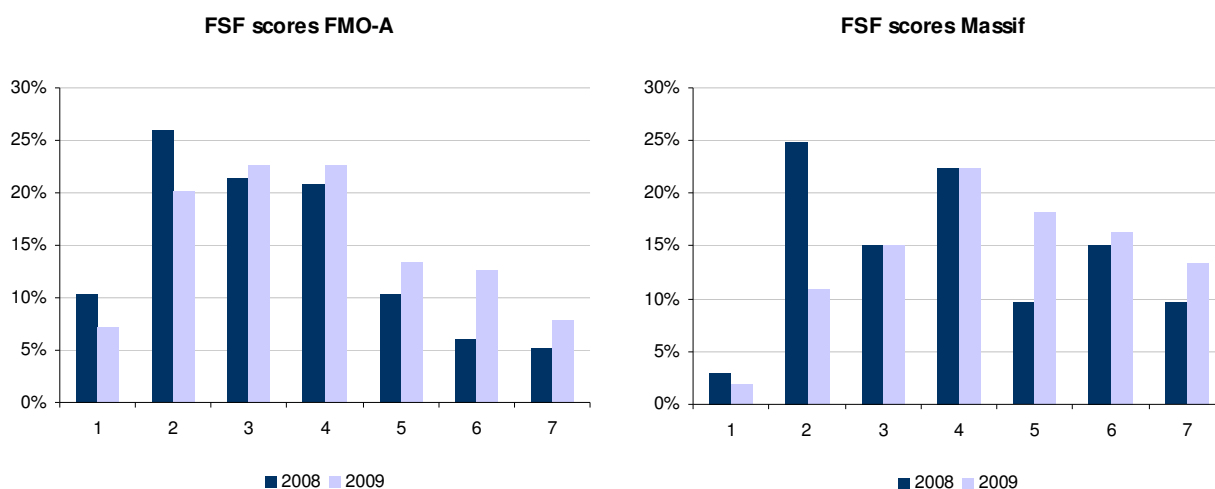


een transitiefase. De bereidheid om risico te nemen is voor MASSIF hoger dan FMO-A mede omdat de rendementsdoelstelling verschilt. MASSIF heeft slechts een rendementsdoelstelling van 3% op leningen en een minimum rendementeis van 7% op equity versus 20% van FMO-A<sup>92</sup>.

Het risico van de transactie kan worden afgelezen uit een combinatie van de financiële status van de gefinancierde financiële instelling en het gebruikte instrument (lening, mezzanine, equity). In de gebruikte systematiek van FMO komt dit tot uiting in respectievelijk de FSF (Financial Sustainability Factor) en de RF (Risk Factor). De FSF is de indicatie voor het risico van de klant en de RF/IF is een indicatie van de combinatie van het risico van de klant (FSF) en de karakteristieken van de investering (bv. equity, mezzanine, lening).

Hieronder worden grafisch de verschillen weergegeven tussen de risico's van klanten die door MASSIF en FMO-A zijn gefinancierd. De FSF van 1 is het laagste risico en de FSF van 7 is de hoogste. Bij een 7 bevindt een klant zich veelal in het proces van een faillissement of herstructurering.

Figuur 7.1: FSF scores FMO-A en MASSIF

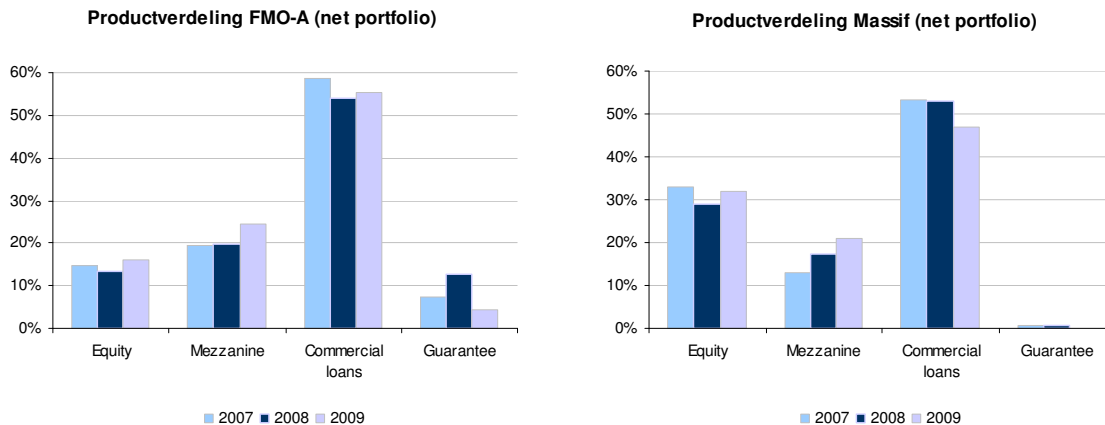


Het zwaartepunt van de FSF's ligt voor MASSIF rond de 3,4,5,6 (70% van de portefeuille) en bij FMO-A bij 2,3,4 (65% van de portefeuille). Uit de bovenstaande grafieken blijkt dat MASSIF een grotere spreiding heeft in klantenrisico. De spreiding over de betere FSF categorieën bij MASSIF geeft een (gedeeltelijk) vertekend beeld doordat MASSIF een groter aandeel aan (semi)equity participaties heeft; 55% tegenover 40% voor FMO-A. Het risicoprofiel van de MASSIF-portefeuille is hoger als dit grotere aandeel aan (semi-)equity wordt meegenomen.

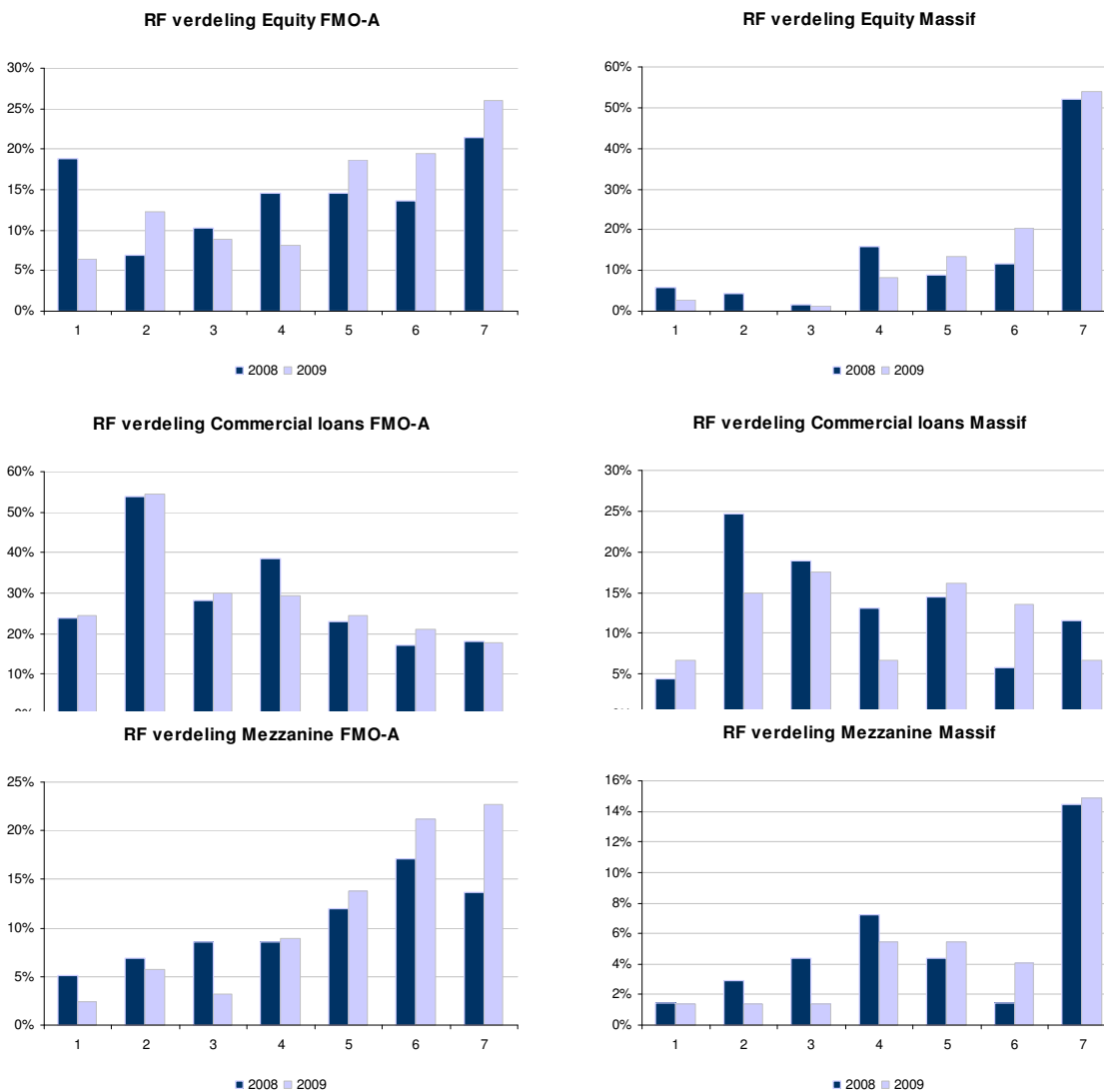
<sup>92</sup> FMO stelt een 20% rendementeis voor financiële instellingen met verhoogd risicoprofiel en 15% voor instellingen met stabiele vooruitzichten. Bron: criteria equity investments FMO



Figuur 7.2 FSF scores FMO-A en MASSIF



Figuur 7.3 Risk Factor (RF) scores FMO-A en MASSIF





Zie bovenstaande figuur (figuur 7.3) voor een overzicht van de risicoklassen bij FMO-A en MASSIF op basis van de Risk Factor. De risicofactor (RF) neemt in beginsel ook deze productkarakteristieken mee in zijn beoordeling en is daarmee een betere indicator om de vergelijking te maken in de risicobereidheid tussen FMO-A en MASSIF dan de FSF. Ook hier is de schaal oplopend van laag risico (1) tot zeer hoog risico (7).

Uit bovenstaande grafieken blijkt dat MASSIF ook een groot aantal leningen in haar portefeuille heeft met een relatief laag risicoprofiel, 1, 2, 3. Indien we inzoomen op de 1 en 2 categorie blijkt dat van de leningen met RF 1 of 2, 74% met lokale valuta gefinancierd zijn. Een andere verklaring voor het feit dat de investeringen door MASSIF en niet door FMO-A zijn verstrekt is omdat het start-up financieringen betreft. Binnen de FMO-organisatie worden investeringen voor start-ups bijna altijd door MASSIF gefinancierd.

Van de geanalyseerde dossiers was 29% een instelling in de start-up fase waarin MASSIF met equity investeerde. Daarnaast investeert MASSIF binnen geselecteerde dossiers ook in 2 start-ups met leningen in lokale valuta. Dit zijn twee sterke, wereldwijd opererende microfinancieringsorganisaties waarbij het overgrote deel van het eigen vermogen is verschaft door de moedermaatschappij:

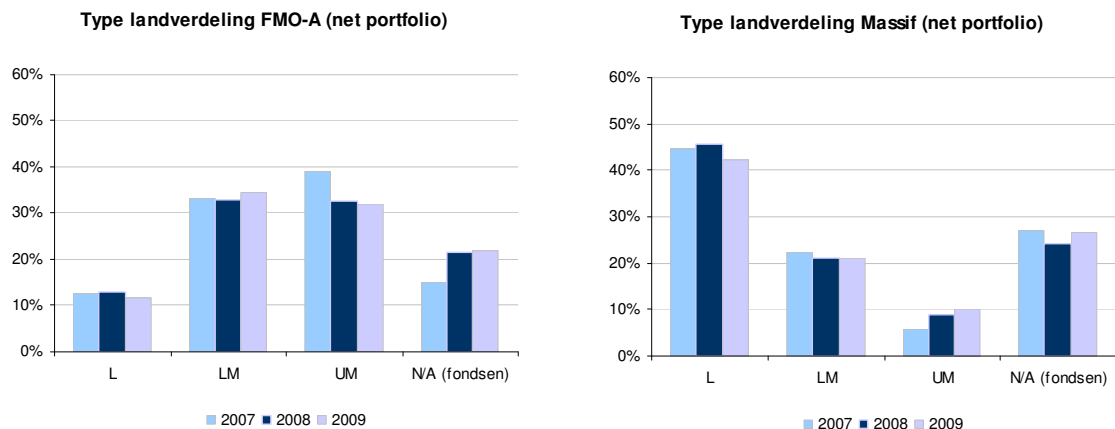
- 1) ProCredit Mozambique,
- 2) MicroCred Madagascar.

Bij Procredit werd de lokale valutalening verschaft in 2006 bij oprichting. Vervolgens is deze verlengd in 2008. Aan Microcred Madagascar is de financiering in 2008 verschaft toen de bank nog in het beginstadium van oprichting fungeerde. MASSIF verschaftte lange termijn financiering in lokale valuta. Dit was ten tijde van oprichting onvoldoende verkrijgbaar in de lokale markt. De additionaliteit voor met name ProCredit Mozambique lijkt enkel in het lokale valuta aspect te liggen. Procredit Mozambique (RF van 3 ) zou wellicht in een combinatie van FMO-A met TCX gefinancierd kunnen worden als FMO-A zichzelf zou toestaan om ook in start-ups te beleggen en alleen de nadruk zou leggen op het risicoprofiel van de transactie. Ook commerciële fondsen investeren in deze instelling.

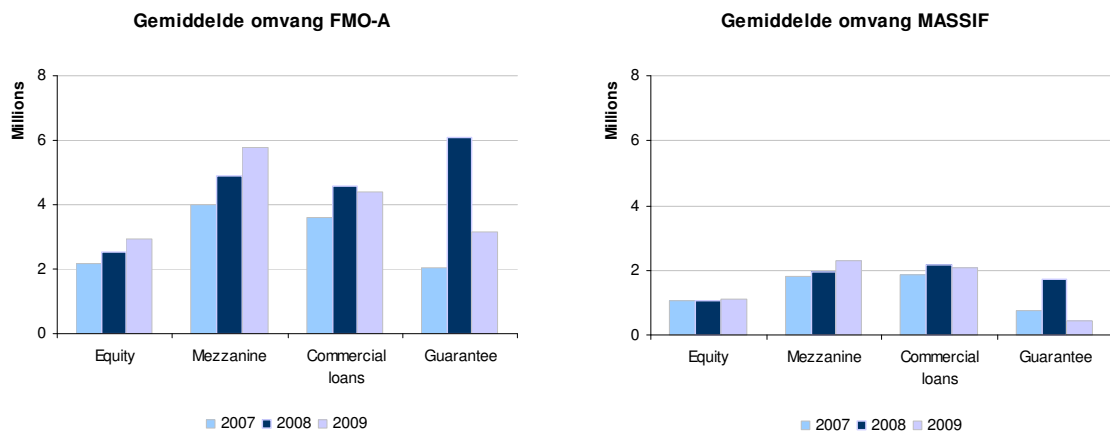
Bij de beoordeling van het risico speelt ook het specifieke landenrisico een grote rol. Meer ontwikkelde financiële markten en landen zijn veelal minder risicovol dan de minder ontwikkelde markten. Uit de onderstaande vergelijking blijkt dat MASSIF voor een veel groter deel in de minder ontwikkelde landen investeert. MASSIF investeert meer dan 40% in lage inkomenslanden en FMO-A slechts voor 10%. Hieruit blijkt een meer duidelijke focus van MASSIF naar minder ontwikkelde landen in vergelijking met FMO-A. De regionaal opererende fondsen van MASSIF vertegenwoordigen iets meer dan 20% van de totale portefeuille. Dit betreft hoofdzakelijk fondsen die zijn gericht op Afrika.



Figuur 7.4: Type landverdeling (indeling Wereldbank) FMO-A en MASSIF



Figuur 7.5 Gemiddelde grootte van de transactie FMO-A en MASSIF



Zoals te zien in grafiek 7.5 is de gemiddelde omvang van investeringen van MASSIF een behoorlijk stuk kleiner dan FMO-A. Dit is te verklaren uit de risicovollere investeringen die met MASSIF worden gedaan, en omdat een deel van de portefeuille uit start-ups bestaat. Tenslotte dient te worden opgemerkt dat MASSIF sinds 2009 een maximum kent van EUR 5 mln per investering.

#### *Landenlijst MASSIF versus FMO-A*

Tot 2009 maakte MASSIF gebruik van de landenlijst van FMO, hierin zijn ook de 'upper middle income' landen opgenomen. In 2009 heeft MASSIF een eigen landenlijst voorgeschreven gekregen van BZ, waardoor MASSIF een beperkter aantal landen kan bedienen dan het FMO-A bedrijf. De landenlijst van MASSIF sluit hiermee 'upper middle income' landen uit. Er staan op de MASSIF landenlijst geen landen die niet ook in de uitgebreidere FMO landenlijst zijn opgenomen.



### 7.2.1. Conclusie en aanbevelingen additionaliteit van MASSIF aan FMO-A

MASSIF onderscheidt zich met name van FMO-A op de volgende gebieden:

- het aanbieden van lokale valutaleningen; 80% van de leningen portefeuille is lokale valuta financiering
- het financieren van start-ups en zeer sterk groeiende instellingen. Uit de dossieranalyse bleek een groot deel van de financieringen start-ups of zeer sterk groeiende bedrijven.
- financieren van kleinere bedragen.
- het bedienen van een beperkter aantal landen; MASSIF richt zich meer op de armere landen.

Hoewel MASSIF zich met bovenstaande toepassing van de criteria lijkt te onderscheiden zijn er in dit kader een aantal kanttekeningen te plaatsen;

- de scheiding tussen FMO-A en MASSIF op het gebied van start-up financieringen wordt erg rigide toegepast
- de additionaliteit van MASSIF op het gebied van lokale valutaleningen neemt af door de komst van het TCX fonds

Binnen FMO staat het MASSIF-fonds bekend om zijn financieringen van nieuwe instellingen en fondsen met een beperkt track record. Met deze criteria is het MASSIF-fonds additioneel aan FMO-A, maar de vraag rijst waarom FMO-A niet ook soortgelijke start-ups zou kunnen financieren. Een groot gedeelte van de lage risicoklanten in de MASSIF-portefeuille wordt veroorzaakt door de rigide toepassing van het FMO-criterium om geen start-ups te financieren zelfs niet als ze een laag risicoprofiel kennen. Het zou de voorkeur hebben om de keuze voor MASSIF niet te laten afhangen van het feit of het een start-up en reeds bestaande instelling/fonds betreft. De keuze voor MASSIF of FMO-A zou beter bepaald kunnen worden door een pure risico-inschatting; bijvoorbeeld via de RF (Risk Factor).

De additionaliteit van het verstrekken van lokale valuta-financieringen door MASSIF ten opzichte van FMO-A is sinds de komst van het TCX-fonds verminderd. FMO-A biedt nu ook lokale financieringen aan in lokale valuta indien deze kunnen worden afgedekt door het TCX-fonds. Doordat TCX niet alle markten bedient is MASSIF met name in de zeer onderontwikkelde markten nog additioneel aan FMO-A. Het is echter de verwachting dat de additionaliteit van het lokale valuta-aspect naar de toekomst toe verder zal afnemen. De additionaliteit blijft wel van belang voor de landen die TCX niet bedient. Dit betreft dan financiële markten die zeer onderontwikkeld zijn en waardoor de relevantie van de lokale valuta-financiering groter zou kunnen zijn. Op dit moment zijn Laos en Cambodja voorbeelden van landen die TCX niet bedient.

#### *Aanbevelingen*

De additionaliteit van MASSIF zou kunnen worden vergroot door het strikt voor FMO-A gedefinieerde criterium om start-up financieringen niet toe te staan, los te laten en de scheiding meer op pure risicofactoren (bijvoorbeeld de RF, Risk Factor) te baseren. Ook startende financiële instellingen met een sterk management en/of sterke holdingstructuur zouden onder omstandigheden in aanmerking kunnen komen voor FMO-A.





Een duidelijk beleid voor lokale valuta financiering is door FMO nog niet ontwikkeld. Zo zou duidelijk moeten zijn wanneer FMO-A (plus TCX) ingezet wordt voor lokale valutafinanciering dan wel MASSIF meer de aangewezen weg is voor dergelijke financieringen. Het verdient de aanbeveling dit beleid nader uit te werken in samenhang met een valutabeleid voor de gehele portefeuille van MASSIF (zie ook hoofdstuk 8.2).

### **7.3. Additionaliteit MASSIF aan overige marktpartijen**

#### **7.3.1. Inleiding**

De additionaliteit van MASSIF naar andere partijen is geanalyseerd aan de hand van interviews met diverse marktpelers, dossieranalyses en interviews met klanten. De additionaliteit wordt geanalyseerd op de risicobereidheid en producttypen van MASSIF en diens mogelijke overlap en aansluiting met andere marktpartijen. De marktpartijen waaraan we additionaliteit toetsen zijn:

- International en Regional Development Banks
- Commerciële partijen

Bij het bepalen van de additionaliteit van MASSIF aan de markt wordt bekeken wat MASSIF als productinstrumentarium en kennis inbrengt en hoe deze verschilt van wat er al aan de betreffende doelgroep door andere partijen wordt aangeboden. Hiervoor hebben we het spectrum aan verschillende type organisaties in kaart gebracht en het type financieringen dat ze aanbieden. Via interviews met marktpartijen en analyses van jaarverslagen hebben we een redelijk beeld gekregen van de positie van MASSIF in de financieringsmarkt voor ontwikkelingslanden. Het blijkt dat MASSIF inderdaad aan de onderkant van de DFI markt opereert (zowel MFI's en SME) en voor MFI's op een vergelijkbaar niveau zit aan dat van commerciële sociale fondsen, zoals Triodos Fair Share fonds, Oikocredit Nederland fonds en het ASN Novib fonds van Triple Jump. De additionaliteit die MASSIF meebrengt is dan niet zozeer bij aanvang van de financiering te vinden, zoals een hoge risicobereidheid en een lagere rendementsdoelstelling, maar veel meer op het gebied van mogelijke herstructureringen en additionele investeringen als de financiële instellingen in moeilijkheden mocht verkeren. In hoeverre MASSIF bijdraagt aan het aantrekken van andere investeerders wordt in de volgende paragraaf behandeld.

Fondsen met een sterke sociale doelstelling zoals het HIVOS-Triodos fonds en het OXFAM NOVIB fonds bedienen een duidelijk lager segment van MFI's en zijn in die zin complementair aan MASSIF. Het gaat hier veelal om niet gereguleerde instellingen en NGO's die veelal een start up karakter en kleinere financieringsbehoeften hebben.

#### **7.3.2. Speelveld van MASSIF**

Het speelveld van MASSIF kent vele spelers met elk hun eigen doelgroep en criteria. De hierna volgende analyse betreft voornamelijk de microfinanciering sector. Deze sector binnen het MASSIF-fonds onderscheidt zich door het grote aantal spelers dat actief is in deze markt. Enerzijds gaat het om in Nederland om de medefinancieringsorganisaties (MFO's) die zeer actief zijn in deze markt, anderszijds zijn er verschillende fondsen voor particuliere en institutionele beleggers die deze markt ontdekt hebben. Voor de tweede



en derde categorie van MASSIF namelijk Housing en MKB-financiering is de analyse volsterkt anders.

Voor het bepalen van de additionaliteit van MASSIF naar andere marktpartijen op het gebied van microfinanciering kunnen er ruwweg zeven verschillende groepen onderscheiden worden:

- Donoren en Stichtingen
- Ondernemers – management
- Lokale investeerders – lokale financieringsinstellingen – lokale spaarders
- Sociale investeerders
- Development Finance Instellingen
- Commerciële investeerders
- Commerciële Banken

#### *Donoren en stichtingen*

Deze groep kent veelal geen winstoogmerk en heeft vaak puur een ideëel karakter waarbij de financiële performance ondergeschikt is aan het bereiken van de sociale doelstelling. De uitkeringen van stichtingen en donororganisaties betreffen zowel donaties als investeringen. In het kader van dit onderzoek wordt slechts gekeken naar de investeringen. De rendementseis op deze investeringen kan per fonds verschillen, maar de rendementseis is doorgaans niet hoger dan nul.

#### *Ondernemers – management*

De lokale investeerders en ondernemers zijn vaak initiatiefnemers van het opzetten van nieuwe financiële instellingen en om ervoor te zorgen dat de belangen van investeerders en ondernemers met elkaar in lijn zijn, is het zeer belangrijk dat de ondernemers zelf ook in het project participeren met eigen kapitaal.

#### *Lokale investeerders – lokale financieringsinstellingen – lokale spaarders*

Lokale banken, spaarders en investeringsfondsen zijn van zeer groot belang voor de ontwikkelingen van een financiële sector. Tevens kunnen zij bijdragen aan een grote mate van gewenste lokale financiering tegen lokale voorwaarden. De lokale investeerders en financieringsinstellingen zijn in deze context gedefinieerd als instellingen en personen die hun gelden uitzetten in eigen land of regio. Veelal geschiedt dit in de vorm van equity (investeerders of korte termijn leningen, spaargeld).

#### *Sociale investeerders*

Sociale investeerders zijn investeerders die met een minder rendement genoegen nemen vanwege het sociale karakter van de investering. De rendementseis ligt zo tussen 0%-3% en betreft hoofdzakelijk microfinancieringsfondsen zoals het ICCO, Triodos Hivos en Doen fonds, OikoCredit International, Cordaid en INCOFIN.

#### *Development Finance Instellingen*

Onder deze definitie vallen FMO en haar zusterorganisaties. Dit zijn instellingen die mede door garanties en funding van overheden en andere organisaties goedkoop worden gefinancierd. DFI's hebben een mandaat om via bancaire producten hun gelden ten behoeve van (economische) ontwikkeling in minder ontwikkelde landen uit te zetten. De gradatie waarin de development finance instellingen zijn verweven met de overheid en onderhevig zijn aan politieke invloed verschilt zeer sterk per instelling en land. FMO



wordt gekenmerkt als één van de DFI's die op relatief grote afstand van de overheid opereert. De rendementsdoelstelling van deze instellingen is positief. Voor FMO-A geldt een target van 6% op haar equity. MASSIF wijkt af van FMO-A met een marginale positieve rendementsdoelstelling.

#### *Commerciële investeerders*

Dit is de groep investeerders die, ondanks het sociale karakter, een rendement wil dat marktconform is. Fondsen die zich op dit type investeerders richten zijn bijvoorbeeld Triodos Fair Share Fund, ASN-NOVIB fonds, SNS Institutional Microfinance Fonds, Oikocredit Nederland fonds, Triodos Micro Finance Fund en Blue Orchard.

#### *Commerciële banken*

Dit zijn instellingen waar de investeringen hoofdzakelijk financieel gedreven zijn. De investeringen die door deze instellingen worden gedaan zullen weliswaar aan de interne 'social responsibility' criteria van de bank moeten voldoen, maar deze bieden slechts een grond voor uitsluiting van bepaalde typen investeringen. Sociaal gedreven investeringen zijn geen doel op zich. Commerciële banken hebben vaak wel bepaalde fondsen en/of initiatieven die wel een direct sociale ontwikkelingsdoelstelling hebben. Deze dienen dan ook apart te worden geclassificeerd.

Het is een expliciete doelstelling van MASSIF om additioneel te zijn aan de markt. Hiervoor hebben we schematisch de volgende partijen gerangschikt. Deze rangschikking is bepaald op basis van interviews met marktpartijen en analyses van diverse jaarverslagen<sup>93</sup>.

De analyse is gemaakt op basis van de volgende karakteristieken:

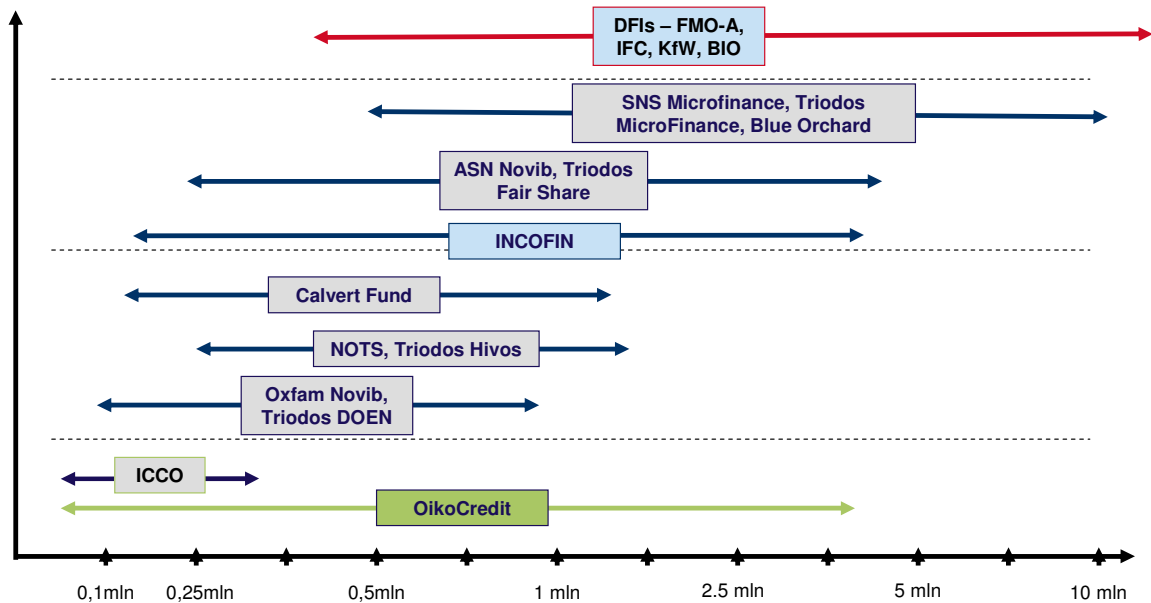
- Grootte van de investering
- Landenfocust
- Risicoprofiel van de investering waaronder start-up financiering
- Lokale valutaleningen – met en zonder tussenkomst van TCX
- Type instellingen
  - MFI's – gereguleerde MFI versus banklicentie
  - SME – FI
  - Private equity fondsen
  - Overige

---

<sup>93</sup> Voor een overzicht van de marktpartijen die zijn geïnterviewd zie bijlage 5.



Figuur 7.5 Schematische weergave marktpartijen



Tabel 7.1: Gemiddelde grootte uitzetting DFI's

Investeren in de financiële sector	MASSIF	FMO-A	BIO	CDC	DEG	Norfund	OeEB	Proparco	SIFEM	SWEDfund
Gemiddelde grootte uitzetting (EUR mln)	1.65	4.2	3	4.2	7.7	3.9	12.4	5	4.9	5

MASSIF zit met de grootte van haar investeringen onder het niveau van de gemiddelde DFI en is meer in lijn met sociaal commerciële investeerders als Triodos Fair Share Fund en ASN Novib fonds. De gemiddelde uitzetting van MASSIF bedraagt EUR 1,65 mln en is daarmee groter dan de donororganisaties en de puur sociale investeerders zoals ICCO, OXFAM Novib en Triodos Hivos Fonds.

### Landenfocus

Elk van de opererende fondsen kent een eigen beleid ten aanzien van de diverse landen. Veelal is er een grote overlap, maar ook zien we dat sommige instellingen en fondsen 'upper middle income' landen uitsluiten, zoals BIO, de Belgische DFI, investeert bijvoorbeeld niet in 'upper middle income' landen. Verder zijn de sociale investeerders veel actief in Afrika. Het OXFAM Novib fonds heeft bijvoorbeeld 25% van haar gelden uitgezet in Afrika, waarmee Afrika de grootste regio uit de portefeuille is<sup>94</sup>. De doelstelling van het MASSIF-fonds om minimaal 30% in Afrika te investeren is daarmee in lijn. De nieuw ingevoerde landenlijst van MASSIF geeft een beperkte focus aan. Daar ligt een duidelijke keuze van het ministerie aan ten grondslag om met MASSIF te concentreren op armere landen. Daar staat tegenover dat het in de armste landen vaak nog moeilijk is om een gezonde financiële sector op te bouwen, terwijl in meer ontwikkelde landen deze mogelijkheid groter is (vanwege bijvoorbeeld een beter toezicht en regulering), Overigens hebben ook in deze meer ontwikkelde landen (bv.. India) veel individuen en kleine ondernemingen, veelal in armere regio's, nog nauwelijks toegang tot krediet.

<sup>94</sup> Annual review Triple Jump 2009



Als het gaat om het risicoprofiel van de verschillende spelers dan is de volgende grove verdeling te maken:

- Triodos Micro Finance fonds en SNS Micro Finance fonds, Blue Orchard, Calvert  
Doelgroep de top van microfinancieringsinstellingen met langdurige positieve winstcijfers, meerder jaren financieel en operationeel sustainable. Producten leningen en (quasi)equity
- Triodos Fair Share Fonds en ASN NOVIB fonds:  
Focus op gereguleerde instellingen met veelal banklicentie of in transitie. Performance meerdere jaren zowel financieel als operationeel sustainable. Investeringsvormen in de vorm van zowel leningen als (quasi) equity producten.
- Triodos Hivos fonds  
Doelgroep MFI's in transitie en slechts beperkt financieel en operationeel sustainable. Zowel (quasi)equity als leningen
- Cordaid  
Doelgroep MFI's in transitie en slechts beperkt financieel en operationeel sustainable. Soms zelfs startende MFI's en soms NGO's met nog geen duidelijk sustainable record. Zowel (quasi)equity als leningen
- Triodos Doen, OXFAM Novib fonds, NOTS  
Doelgroep kleine MFI's, NGO's en start ups. Niet financieel en operationeel sustainable. Producten schenkingen, zachte leningen, garanties en soms seed capital.

Voor de additionaliteit van MASSIF ten opzichte van andere marktpartijen op het gebied van MKB-financiering en Housing ligt dit beeld anders. Housing finance is een vrij nieuw product in een groot aantal landen. Veelal is de juridische infrastructuur onvoldoende ontwikkeld om zekerheden te kunnen vestigen. Voor MASSIF en FMO is het speelveld van andere marktpartijen zeer beperkt. FMO trekt veelal op met hen bekende partners die FMO zelf al heeft gefinancierd of co-financiert met lokale banken of PE-fondsen. De MKB-sector wordt over het algemeen gezien als een hoger risico sector waarvoor internationale marktpartijen nauwelijks interesse hebben. In Nederland zijn er enkele initiatieven bij bijvoorbeeld Oikocredit, Cordaid, OXFAM NOVIB, BiD Challenge en InReturn met een focus op het MKB. Echter zowel in schaalgrootte als in kennis en netwerk zijn deze op geen enkele wijze vergelijkbaar met de activiteiten van MASSIF en FMO op dit terrein. Slechts de lokale banken en enkele fondsen zijn actief in deze markt. De additionaliteit van FMO in dit segment is daarom evident en bedrukt nog eens de toegevoegde waarde van FMO als MKB-financier.

### 7.3.3. Conclusies en aanbevelingen

MASSIF acteert inderdaad aan de onderkant van de DFI markt (zowel MFI's en SME) en zit voor MFI's op een vergelijkbaar niveau met dat van een aantal commerciële fondsen. In de eerste jaren van MASSIF leek de additionaliteit ten opzichte van deze spelers nog evident; echter de microfinancieringsmarkt wordt thans gekenmerkt door haar grote liquiditeit en aantallen investeerders (banken, DFI's, fondsen, e.d.). De rol van MASSIF is daarom op dat niveau aanzienlijk minder voor de hand liggend. De additionaliteit van MASSIF/FMO komt in die markt veel meer tot uitdrukking door haar gespecialiseerde kennis en ervaring op het gebied van financieringsstructuren, met name wanneer klanten in moeilijkheden komen en financiers niet goed weten hoe hiervoor een oplossing gevonden kan worden.



MASSIF opereert in een duidelijk hoger segment dan de fondsen van bijvoorbeeld de Nederlandse MFO's en INCOFIN. Naar omvang en aard van de investeringen en door de relatief zware bancaire procedures en systemen bij FMO (zie ook hoofdstuk 8) is FMO niet de meest geschikte en efficiënte partij voor de deel van de markt (tier 2-4). Voor het MKB-segment is FMO met MASSIF een van de belangrijkste financiële kanalen voor het bedienen van dit segment. Behoudens de IFI's en DFI's zijn er slechts een zeer beperkt aantal spelers in dit segment actief. FMO heeft een uitstekend netwerk van banken en PE/VC-fondsen die in staat zijn dit segment te winstgevend te exploiteren.

#### *Aanbevelingen*

De rol van MASSIF voor microfinancieringen zou zich meer moeten richten op de onderkant van de financiële markt (tier 2 segment). Het topsegment lijkt uitstekend bediend te worden door commerciële partijen en de rol van de DFI's (en dus zeker die van MASSIF) is daar nog heel beperkt.

MASSIF zou voor het bereiken van het tier 2 segment samenwerking verder moeten uitbreiden met spelers die deze markt goed kennen, hierin succesvol zijn en over de efficiency beschikken om een redelijk rendement te maken. Investeringen in innoverende fondsen zoals Rural Impuls Fund zijn hiervan goede voorbeelden.

Voor MASSIF lijkt het MKB segment boven elke twijfel verheven als het gaat om de additionaliteit. Verder intensivering en uitbreiding in dit voor de economie van ontwikkelingslanden zo belangrijke segment ligt dan ook voor de hand.

#### **7.4. Katalyserende werking MASSIF**

*Voldoen de investeringen aan de eisen van katalyserende werking?*

- 1. In hoeverre heeft MASSIF een katalyserende werking gehad naar FMO en naar andere investeerders?*

De katalyserende werking van een investering/fonds wordt bepaald door de mate waarin de investering heeft bijgedragen aan het aantrekken van financiering van andere partijen. Een grote katalyserende werking zorgt voor een multiplier effect van de geïnvesteerde ontwikkelingsgelden waardoor mogelijk de totale impact kan worden vergroot. MASSIF zal worden beoordeeld op de katalyserende werking naar zowel het FMO-A bedrijf als naar commerciële investeerders.

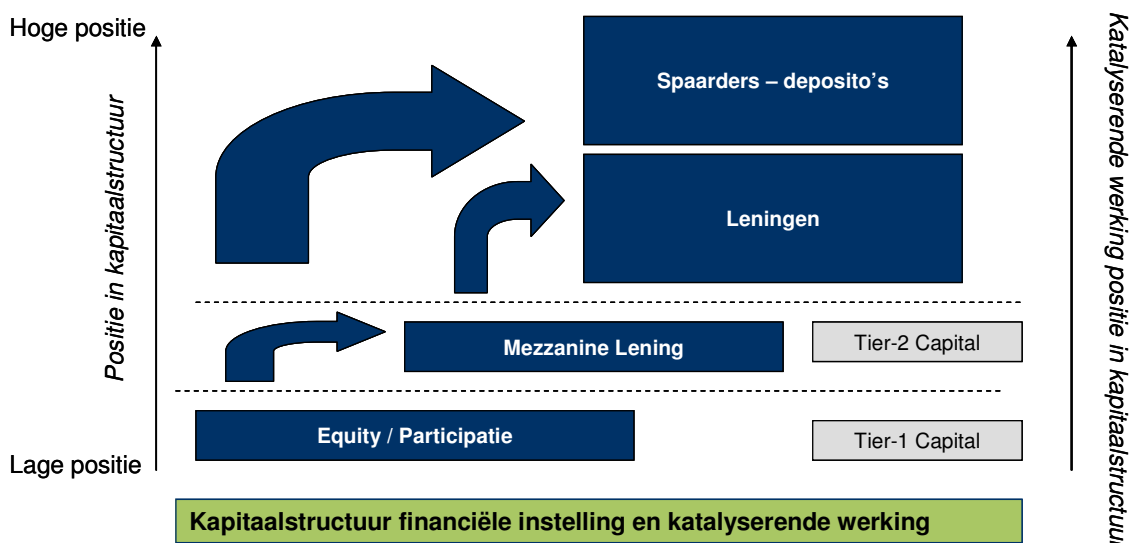
- De katalyserende werking naar andere investeerders kan optreden als gevolg van de volgende factoren: risicomitigerend karakter van MASSIF-investeringen t.o.v. overige financiers: positie in kapitaalstructuur, garanties, aflossingsvoorwaarden en looptijden
- Keurmerk – financiering door MASSIF (FMO) – leidt tot vertrouwen in de markt en als gevolg daarvan tot additionele financiering voor betreffende instelling of fonds
- Management support (Board Seat, RvC) en gebruik technische assistentie programma (vanuit het huidige CD-programma)



#### 7.4.1. Risicomitigerend karakter van MASSIF voor overige investeerders

MASSIF kent een hogere risicobereidheid dan FMO-A en de grotere commerciële partijen. Hoewel de additionaliteit van MASSIF niet op alle vlakken volledig is, kan MASSIF door het nemen van meer risico dan andere partijen ervoor zorgen dat er additionele financiering wordt aangetrokken. De risicopositie van een investeerder kan worden bepaald door haar positie in de kapitaalstructuur van de gefinancierde instelling (zie figuur 7.6). Hierbij zijn eigen vermogenverschaffers (aandelen participaties, achtergesteld of converteerbaar vermogen) katalyserend naar vreemd vermogen verschaffers (leningen en spaarders) die overwegend minder bereid zijn risico te nemen. Het nemen van een participatie of verschaffen van een mezzanine financiering versterkt de kapitaalstructuur (Tier-1 en Tier-2 kapitaal) van een financiële instelling waardoor er meer spaarders kunnen worden aangetrokken. De financiële instellingen zijn in de meeste gevallen gebonden aan minimale kapitaalseisen voor Tier-1 en Tier-2 kapitaal, deze eisen variëren op basis van de risicokwalificatie van een land. FMO heeft als richtlijnen voor haar klanten een minimale Tier-1 kapitaal van 70% ten opzichte van total assets<sup>95</sup>. Dit wordt echter mede bepaald door de kwaliteit van de assets.

Figuur 7.6 Katalyserende werking kapitaalstructuur



#### *Katalyserende werking naar marktpartijen*

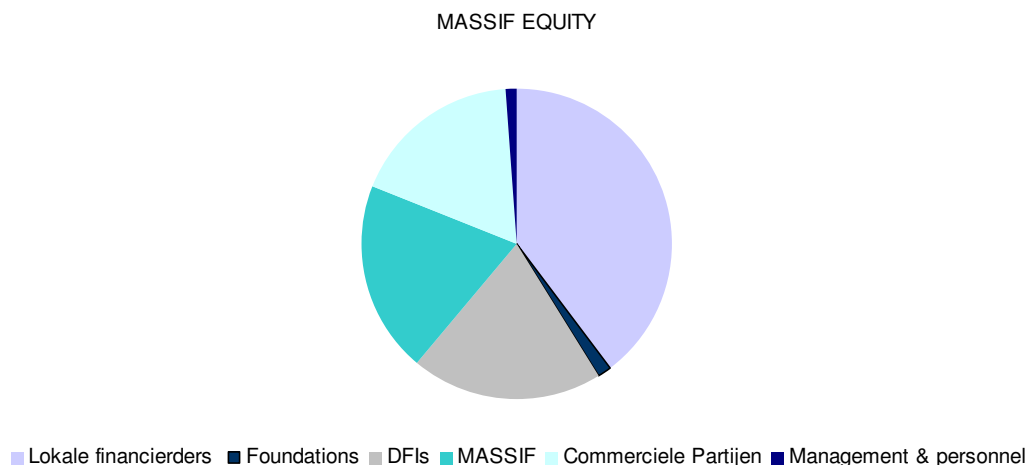
In de geanalyseerde dossiers waarin MASSIF als aandeelhouder heeft geïnvesteerd is geen eenduidig beeld te verkrijgen naar welke partijen MASSIF via een lagere positie in de kapitaalstructuur katalyserend is geweest. De mede-aandeelhouders zijn voor het merendeel lokale investeerders die een gelijke risicoparticipatie nemen als MASSIF (bijna 40%) Maar ook het aantal DFI's en hoge aantal participerende commerciële investeerders valt op met respectievelijk 18% en 20%.

<sup>95</sup> Specific criteria for Banks, FMO internal criteria. & specific criteria for non-banking financial institutions. Bij een (zeer) hoge CAR mag het minimale Tier-1 kapitaal lager zijn.



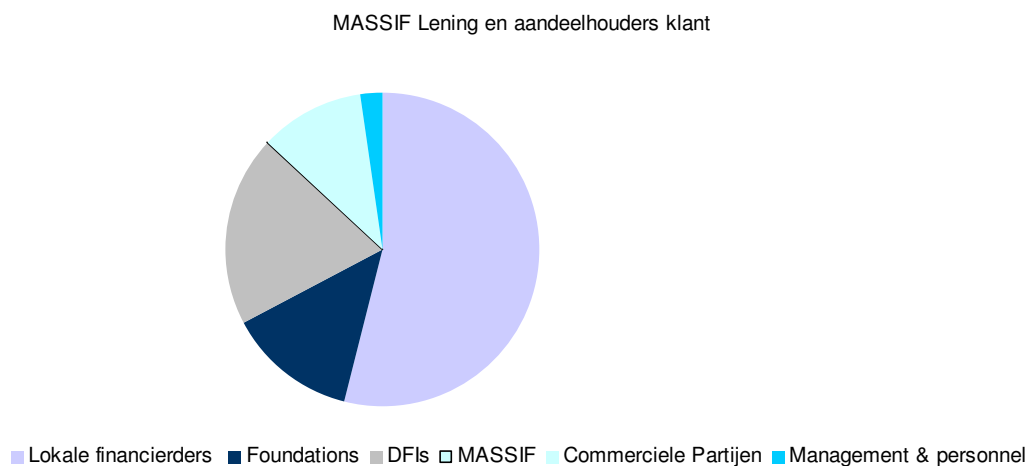
Bij de 15 doorgenomen dossiers zien we het volgende beeld van de positie van MASSIF ten opzichte van de overige financiers.

Figuur 7.7 Actieve partijen in participaties MASSIF



Als we kijken naar de aandeelhoudersstructuur van instellingen waar MASSIF een lening heeft gegeven zien we een groter percentage aan lokale instellingen (54%). Ook is er een substantieel aandeel aan stichtingen en 'not-for profit' financiers (14%). De DFI's blijven redelijk gelijk met 20% en de commerciële partijen zijn ook veel minder aanwezig.

Figuur 7.8 Actieve partijen in financieringen MASSIF



### *Katalyserende werking naar FMO-A*

Indien we kijken naar de katalyserende werking van MASSIF naar FMO-A dan zien we eveneens een diffuus beeld. In de eerste plaats gaat het slechts om een beperkt aantal partijen waarin zowel MASSIF als FMO-A heeft geïnvesteerd. Doordat MASSIF bereid is om meer risico te nemen zou verwacht mogen worden dat MASSIF lager in de kapitaalstructuur zit dan FMO-A (equity verstrekt door MASSIF die dan katalyserend werkt naar een lening verstrekt door FMO-A).





Dit is op de totale portefeuille maar beperkt gebeurd. In het totaal zijn er 11 deals geweest waar MASSIF een duidelijke hogere risicopositie inneemt dan FMO-A. Meestal zijn de zogenaamde duodeals (MASSIF en FMO-A) volgtijdelijk afgesloten. Het aantal duodeals dat op hetzelfde moment is afgesloten betreft slechts 1 partij in de portefeuille van 2009. De recent gesloten NOTS transactie - waar MASSIF equity heeft verschaft en FMO-A de junior lening en het overige kapitaal door commerciële partijen/spaarders - is weliswaar een voorbeeld van katalyserende werking via het aangaan van verschillende risicoposities bij aanvang van de investering, maar is duidelijk ook een uitzonderlijke transactie geweest in vergelijking met andere investeringen gedurende de evaluatieperiode. Het lijkt niet in het beleid van FMO te passen om met MASSIF tegelijkertijd financiering van FMO-A te mobiliseren.

In de onderstaande tabel blijkt dat er een grote overlap voor de MASSIF leningenportefeuille (lokale valuta) bestaat met FMO-A en dat het aantal investeringen waar MASSIF lager in de kapitaalstructuur zit relatief beperkt is (met 7 ondernemingen voor participaties van MASSIF en voor 10 mezzanine transacties van MASSIF). Bij Blue Orchard Finance is de mezzanine lening van MASSIF junior aan de mezzanine van FMO-A.

Equity MASSIF	Size	FSF	Year	Positie FMO-A						
				Equity	year	Mezzanine	year	Leningen	year	
AFRILAND FIRST BANK	248	6/3	1991/2004	450	2000					
AZERDEMIRYOLBANK OJSC	3,435,373	3	2007			4,773,423	2009	3,614,701	2007	
PLANTERS DEVELOPMENT BANK	286,988	7/6	1992/2006	1,870,797	1988					
PROCREDIT HOLDING AG	8,068,760	5/5	2001/2006	5,437,448	2006	9,077,064	2009			
QUIPO INFRASTRUCTURE EQUIPMENT LTD.	1,199,912	n.a.	2007			129,302	2001			
ACCESS BANK PLC	22,335,286	n.a.	2005							
ACLEDA PLC	931,284	n.a.	2003	3,646,662	2006	5,453,197	2008	5,468,466	2006	

Mezzanine MASSIF	size	FSF	Year	Positie FMO-A						
				Equity	year	Mezzanine	year	Leningen	year	
NATIONAL DEV BANK SRI LANKA (NDB)	5,563,809	2	2005			8,558,748	2007			
NATIONS TRUST BANK LTD	3,652,336	3	2004					8,233,492	2008	
AFRILAND FIRST BANK	435,952	6/3	1991/2004	450.2	2000					
MAGMA FINCORP LIMITED	3,650,841	n.a.	2007			10,338,895	2007			
DELTA BRAC HOUSING FINANCE CORP LTD	186,676	2	2002					4,030,436	2007	
BANCO DEL EXITO S.A.	193,009	7	2005					3,215,223	2005	
TARJETA AUTOMATICA	2,900,278	6	2007					2,336,742	2007	
BANCO LAFISE (HONDURAS) SA	1,194,743	7	2008					1,716,317	2008	
BLUEORCHARD LOANS FOR DEVELOPMENT S	521,376	4	2007			7,994,439	2007			
BLUE ORCHARD	2,040,747	n.a.	2007			8,011,367	2006			
FINANCIERA NICARAGUENSE DE DESAROLL	680,249	n.a.	2006					4,462,545	2007	



Lening MASSIF (LC)	Size	FSF	Year	Positie FMO-A					
				Equity	year	Mezzanine	year	Leningen	year
SCOTIABANK DE COSTA RICA S.A.	1,108,754	2/1	2002/2005					788,623	2005
BANCO MERCANTIL S.A. HONDURAS	1,179,426	5	2005					2,414,491	2005
DEVELOPMENT FINANCE CORP.OF CEYLON	2,010,389	3	2005					9,001,674	2009
LANKA ORIX LEASING COMPANY PLC.	987,969	4	2005					3,969,581	2007
DUTCH-BANGLA BANK LTD	5,872,588	3	2001/2006	2,712,852	1996	4,090,580	2007		
BANCO SOLIDARIO S.A. BANCOSOL	711,124	2	2005					48,054-	2009
MOBIASBANCA S.A.	3,400,988	4	2006					1,362,091	2006
MAGHREB LEASING ALGERIE	2,336,082	2	2007	2,108,211	2005				
DFCU BANK LTD	872,976	n.a.	2003					3,157,603	2006
BANGLADESH RURAL ADV. COMM.(BRAC)	2,916,682	4	2006					10,109,883	2007
JSC TBC BANK	3,530,673	6	2006	4,542,274	2009	16,244,490	2009	10,146,049	2009
XACBANK LLC	5,072,244	5	2007					1,131,639	2009
BANCO INTERFIN	2,202,722	n.a.	2002/2005					2,302,657	2005
BLUE FINANCIAL SERVICES LIMITED	1,858,806	6	2007					2,052,827	2007
FINANCIERA NICARAGUENSE DE DESAROLL	570,284	n.a.	2005					4,462,545	2007
DELTA BRAC HOUSING	653,786	2	2002					4,030,436	2007
BANCO LOS ANDES PRODCREDIT	406,321	2	2004					297,491	2004
BANCO IMPROSA	219,560	2	2002					279,427	2002
SACOM BANK	311,706	4	2004					5,563,925	2006
BANCO HSBC HONDURAS S.A.	1,339,256	n.a.	2004					2,649,099	2004
LOLC MICRO FINANCE PLC.	1,964,566	2	2003/2005					4,780,369	2007

Ook op het gebied van landen kan MASSIF een katalyserende rol spelen naar FMO-A. In landen waar FMO nog niet actief is kan MASSIF worden ingezet als eerste financier. Na verloop van tijd kan FMO dan gebruik maken van de voortrekkersrol van MASSIF. Over de jaren 2007-2009 zijn er 7 landen geweest waar FMO-A nieuwe investeringen heeft gedaan nadat MASSIF er al eerder actief was. (zie ook tabel 8.1 in paragraaf 8.1)

#### 7.4.2. FMO / MASSIF als keurmerk van vertrouwen

Ontwikkelingsbanken (DFI's), zoals FMO, genieten in de markt een bepaalde reputatie met hun langjarig track record van investeringen met een positief rendement. Een resultaat dat mede is gebaseerd op een relatief zwaar due-diligence traject en dito goedkeuringsprocedures, (zie ook paragraaf 8; beheer FMO). Lokale partijen, kleinere investeerders en fondsen hebben een veel minder zwaar goedkeurings- en beoordelingstraject. Indien een DFI haar goedkeuring geeft aan een bepaalde transactie dan geeft dit vervolgens aan fondsen en overige, lokale investeerders een positief signaal over het risicoprofiel van een transactie. Uit (telefonische) interviews met klanten en marktpartijen werd dit beeld bevestigd. Met name FMO werd genoemd als één van de meest betrouwbare en flexibele DFI's.

Dit zogenaamde keurmerk is verbonden aan FMO als instelling en niet met MASSIF op zichzelf. Het is voor marktpartijen en klanten vrijwel niet herkenbaar of een financiering door het FMO-A bedrijf of door MASSIF is verstrekt. De inbedding van MASSIF binnen FMO versterkt dus de katalyserende werking voor MASSIF middelen via het FMO-keurmerk. Door MASSIF in te bedden in FMO en MASSIF niet actief als apart 'label' in de markt te zetten wordt voor de klant een voordeel bereikt omdat deze met dit keurmerk makkelijker financiering kan aantrekken.

Aan dit voordeel kleeft tegelijkertijd ook een nadeel. FMO wil vanzelfsprekend haar reputatie in de markt hoog houden dat het in staat is om renderende investeringen te



maken. Dat wil zeggen dat FMO een positief netto rendement wil maken op haar portefeuille (rendementstarget is 6%). Om haar reputatie en FMO's label niet te willen schaden lijkt FMO ook terughoudend met het investeren in financiële instellingen met een sterk verhoogd risicoprofiel en de mogelijke hiermee samenhangende lagere rendementseis. De onlosmakelijke verbondenheid tussen MASSIF en FMO naar de markt (andere financiers en klanten) maakt dat FMO weliswaar een verminderd rendement verwacht op uitgezette MASSIF-middelen, maar aan de andere kant niet een al te groot risico wil aangaan vanuit het oogpunt van reputatie. FMO zou op geen enkele wijze gebaat zijn met het managen van een verlieslatend fonds. Uit interviews met andere DFI's blijkt ook dat, indien zij weten dat het om een pure MASSIF transactie gaat, de interesse afneemt om op het zelfde risiconiveau in de transactie te stappen.

Het kwantificeren van de katalyserende werking op basis van keurmerk is lastig. Uit de diverse interviews bleek dat een groot aantal partijen extra comfort haalt als FMO mee investeert, maar hieruit kan niet direct geconcludeerd dat de overige partijen niet zouden zijn ingestapt als FMO niet zou hebben meegedaan in de transactie. Uit de klanteninterviews kwam naar voren dat de merknaam 'FMO' wel degelijk ook extra comfort verschaft aan de lokale investeerders en instanties.

Uit één van de dossiers bleek dat het keurmerk van FMO en de betrokkenheid van MASSIF weliswaar niet op het moment van investering katalyserend is geweest, maar veel meer een volgtijdelijk karakter heeft. Doordat FMO via MASSIF in een redelijk risicovol fonds (FSF van 5 en RF van 6) is gestapt en daarmee het management de mogelijkheid heeft gegeven om haar markt verder te ontwikkelen en track record op te bouwen, heeft MASSIF bijgedragen aan de opzet van een vervolgfonds waar meerdere partijen (DFI's) besloten in te participeren. De katalyserende werking heeft op deze manier meer een wat langer termijnkarakter.

#### 7.4.3. Management support en technische assistentie (CD Programma)

Naast de financiering en het keurmerk levert FMO als uitvoerder nog andere diensten die wellicht kunnen bijdragen aan het aantrekken van additionele financiering. Voorbeelden hiervan zijn:

- De inzet van technische assistentie. (zie box voor beschrijving Capacity Development programma)
- Invulling van een board seat door FMO

#### *Technische Assistentie (CD Programma)*

De doelgroep van MASSIF zijn veelal financiële instellingen die in zich in de beginfase van hun ontwikkeling bevinden. De kennis binnen een organisatie is dan vaak nog redelijk beperkt en opleiding van de werknemers en een goede implementatie van informatie en administratieve infrastructuur zijn noodzakelijk om verdere groei te kunnen accommoderen. De inzet van een technisch assistentieprogramma – parallel aan of volgtijdelijk op een MASSIF-financiering – heeft een katalyserende werking op de wat langere termijn. Het Capacity Development (CD) programma dat ook wordt uitgevoerd door FMO lijkt nauw verbonden met het MASSIF-programma. Het deel van de MASSIF-klanten wordt dan ook bediend door het Capacity Development programma is 33%. Ter vergelijking: FMO heeft aan 62 projecten ook een CD programma verstrekt en MASSIF aan 40 projecten.



Uit de dossieranalyse bleek dat veel van de technische assistentie was gericht op het versterken van de interne organisatie en interne systemen (MIS) en het opleiden van medewerkers. In het geval van Microcred Madagascar was het programma instrumenteel voor het verkrijgen van een banklicentie. De MASSIF-financiering in samenhang met de inzet van een technisch assistentie programma was hiervoor een noodzakelijke voorwaarde.

Uit de interviews met FMO-medewerkers en klanten werd duidelijk dat er grote waarde wordt gehecht aan de combinatie van een technisch assistentieprogramma en financiering door MASSIF. Klanten en FMO-medewerkers gaven aan dat de onzekerheid rondom de voortzetting van het CD-programma na 2011 – en de hiermee samenhangende beperking om geen meerjarige technische assistentie te verlenen – niet in positieve zin bijdraagt aan het ontwikkelen van langere termijn trainingsprogramma's voor de klanten en partners van MASSIF. Tot voor kort bood het CD-programma de mogelijkheid om tot 7-jarige programma's te financieren. Dit is nu teruggebracht tot 1 jaar (d.w.z. tot 2011).

**BOX: Capacity Development Fonds**

Het CD-programma richt zich op het vergroten van de financiële kennis en procedures voor FMO-klanten, maar ook voor projecten die niet zijn gerelateerd aan FMO. Minimaal 30% is gereserveerd voor niet FMO klanten.

Het programma bestaat uit het financieren van specifieke projecten bij instellingen alsmede de financiering van programma's die zich richten op een breder vlak van verbetering van de ontwikkeling van de financiële sector in het algemeen.

Het CD-programma is een door het ministerie van Buitenlandse Zaken (DGIS) gefinancierd fonds, dat voor 50% de kosten van projecten of programma voor haar rekening neemt. De overige 50% zullen door de klant of de sector moeten worden opgebracht. Het maximum bedrag is EUR 1 mln dat kan worden verdeeld over een periode van 7-jaar.

De CD-programmamangers van FMO zijn ingebed binnen de commerciële afdelingen van FMO en onderverdeeld naar sectoren en regio's.

Het programma is op dit moment gesloten voor programma's die langer lopen dan 2011. Een beslissing over voortzetting van het fonds wordt later dit jaar verwacht.

*Board seat FMO*

De 'board seat' die FMO soms inneemt bij MASSIF klanten uit hoofde van haar aandeelhouderschap vervult - naast het bestuurlijke karakter - ruwweg een tweetal functies

- Controlefunctie
- Adviserende functie (kennis en netwerk)

De controlerende functie heeft voornamelijk te maken met de controle van het management over het gevoerde beleid en het financiële management. Hoewel deze functie aan overige financiers een zekere mate van zekerheid kan geven, ligt de



katalyserende werking voornamelijk in het aanbrengen van een breed netwerk en ervaring. Hoewel de evaluatie niet specifiek ingaat op de rol en invulling van de boardfunctie door de FMO board members, werd duidelijk dat in het merendeel van de gevallen het brede netwerk en kennis een zeer welkome aanvulling waren voor de lokale financiële instellingen en fondsen. De toegevoegde waarde van de board moet echter in zijn geheel gezien worden en komt niet toe aan één lid van de board. Uit de dossieranalyse kan als voorbeeld Acleda Laos genoemd worden. De oprichting van deze dochter was het rechtstreekse gevolg van een initiatief en de inspanningen van meerdere board members van Acleda Cambodja. De kennis en contacten van de board members met de Centrale Bank in Laos hebben katalyserend gewerkt in het verkrijgen van de benodigde banklicentie. {zie case studie Cambodja in bijlage}

Uit de gesprekken met marktpartijen, klanteninterviews en dossieronderzoek kwam een gemengd beeld naar voren over de kwaliteit van de invulling van de board seats. De klanten waren overwegend positief, maar uit de dossiers en enkele interviews bleek ook een aantal wisselingen van board members waardoor de indruk van een verminderde mate van commitment van FMO ontstond. Mocht het zo zijn dat de FMO medewerkers vanuit hun functie weinig tijd hebben om dit te combineren met een board seat dan kan de reeds door FMO ingezette lijn om meer niet FMO-ers als board members aan te stellen doorgezet worden.

#### 7.4.4. Conclusies en aanbevelingen katalyserende werking

MASSIF kent een hogere risicobereidheid dan FMO-A. Wanneer MASSIF meer risico neemt kan het daarmee additionele financiering aantrekken. Een voorbeeld hiervan is het verstrekken van eigen vermogen door MASSIF, waarna andere partijen geneigd zijn vreemd vermogen te verstrekken.

Uit de geanalyseerde dossiers werd niet geheel duidelijk naar welke partijen MASSIF via haar meer risicovolle positie in de kapitaalsstructuur katalyserend is geweest. Voor wat betreft instellingen waar MASSIF een lening aan heeft verstrekt zien we voornamelijk lokale instellingen als aandeelhouder.

MASSIF is in een beperkt aantal gevallen katalyseren geweest naar andere commerciële investeerders en mogelijk ook andere DFI's. Omdat deze grotendeels op hetzelfde niveau zijn ingestapt is het moeilijk te bepalen wie wie heeft gekatalyseerd. In ieder geval kan gesteld worden dat dergelijke partijen gezamenlijk een belangrijk deel van de investering hebben opgebracht naast de lokale investeerders.

Voorts kan een katalyserende werking optreden naar FMO-A. In totaal hebben wij 11 deals aangetroffen waar MASSIF een hogere risicopositie inneemt dan FMO-A. Over het algemeen betreft dit volgtijdelijke duodeals (MASSIF en FMO-A). Het lijkt niet in het beleid van FMO te passen om met MASSIF tegelijkertijd financiering van FMO-A te mobiliseren.

Uit interviews met klanten en marktpartijen kwam naar voren dat FMO wordt gezien als één van de meest betrouwbare en flexibele DFI's. Omdat MASSIF niet als apart keurmerk in de markt is gezet wordt voor de klant een voordeel bereikt omdat deze met dit keurmerk makkelijker financiering kan aantrekken. Overigens is dit moeilijk te kwantificeren en baseert de evaluatie zich hier merendeels op verkregen informatie met klanten en marktpartijen.



Tegelijkertijd kleeft er een nadeel aan het keurmerk. FMO heeft een sterke reputatie in de markt en wil deze behouden. Dit zou een reden kunnen zijn voor FMO om terughoudend te zijn in financiële instellingen met een verhoogd risicoprofiel.

Een ander sterk element van MASSIF is dat FMO de mogelijkheid heeft om technische assistentie te verlenen bij financiële intermediairs die nog een sterke ontwikkeling moeten doorlopen zoals start ups of organisaties die een bankstatus willen verkrijgen. Juist deze soort ondersteuning is van belang om de (M)FI's zodanig te versterken dat zij aantrekkelijk worden voor andere investeerders.

Het invullen van een board seat door FMO is een belangrijk instrument om organisaties vanuit deze rol van advies te kunnen dienen en beter te positioneren naar andere aandeelhouders en financiers. Soms is geconstateerd dat deze rol om redenen van tijdgebrek niet altijd optimaal vervuld kon worden.

#### *Aanbevelingen*

Onderzocht zou moeten worden in hoeverre er een beleid ontwikkeld kan worden om met investeringen van MASSIF meer FMO-A financieringen te katalyseren op het moment van de eerste financiering.

Voor het katalyseren van co-investeerders is het van belang dat FMO alle middelen inzet om de klanten van MASSIF beter te positioneren voor nieuwe commerciële investeerders. Een effectieve inzet van een technisch assistentieprogramma is daarbij vaak onontbeerlijk en wordt van harte aanbevolen.

Ook een effectieve en deskundige invulling door FMO en deskundige externen van board seats draagt daartoe bij.



## 8. Beheer MASSIF door FMO

*Geeft FMO op doelmatige wijze vorm aan het beheer van het fonds?*

- *Op welke wijze heeft FMO het beheer over het fonds vorm gegeven?*
- *Is dit beheer doelmatig?*

### **8.1. Inbedding MASSIF-investeringen in FMO-organisatie en -processen**

MASSIF is volledig geïntegreerd binnen de FMO-organisatie en (interne) processen. Dit geldt voor de acquisitie, het goedkeurings- en beheerproces, het evaluatieproces en eventuele opvolging door de afdeling special operations indien zich (financiële) problemen bij de klant aandienen en een herstructurering of speciale aandacht noodzakelijk is. Toch zijn er een aantal specifieke punten waarin MASSIF zich in de processen onderscheidt van FMO-A:

- MASSIF kent een verhoogde risicobereidheid ten aanzien van klanten-, product- en landenrisico, hetgeen zich heeft vertaald in specifieke investeringscriteria voor MASSIF
- MASSIF bedient minder ontwikkelde klanten of start-ups met relatief kleinere bedragen
- MASSIF-investeringen vereisen een fiat van de fondsmanager van MASSIF in het goedkeuringsproces van FMO
- Specifieke beheersaspecten ten aanzien van lokale valuta
- Transfers van investeringen naar FMO-A

In deze paragraaf wordt specifiek ingegaan op de rol van MASSIF binnen de FMO-processen en de toegevoegde waarde en nadelen van de inbedding binnen FMO-A vanuit doelmatigheidsoverwegingen. Ook worden aanbevelingen geformuleerd voor mogelijke verbeteringen.

De beslissing voor de goedkeuring van een transactie wordt genomen door het investeringscomité, dat bestaat uit directors en een vertegenwoordiging vanuit IMR/risk management. MASSIF-voorstellen worden in hetzelfde comité behandeld als reguliere FMO-A transacties. De goedkeuring verloopt via een aantal stadia zoals beschreven in het onderstaande goedkeuringsschema (figuur 8.1). Het goedkeuringsproces is in principe ingericht voor het type transacties van het FMO-A bedrijf en voldoet aan de 'checks and balances' en procedures zoals die zijn voorgeschreven door de toezichthouder in casu De Nederlandse Bank (DNB). Deze voorschriften hebben betrekking op procedures ten aanzien van klantinformatie en betrokken personen ('Know Your Customer'), solide sturing en toezicht (governance) en goedkeuringsprocedures ('checks and balances') en risico managementsystematiek en systemen. FMO heeft sinds maart 2008 een banklicentie en is sindsdien onderworpen aan de regulering die geldt voor alle banken in Nederland. Mogelijke toekomstige veranderingen in het bankenlandschap aangaande regulering zullen daarmee ook impact hebben op FMO en haar organisatie en dus ook op MASSIF.

De voorschriften van DNB en de typische bancaire organisatie zorgt dat een groot aantal afdelingen is betrokken bij het gehele financieringsproces zoals de commerciële afdeling (investment officers, beheer en hun management), de MASSIF fondsmanager, de

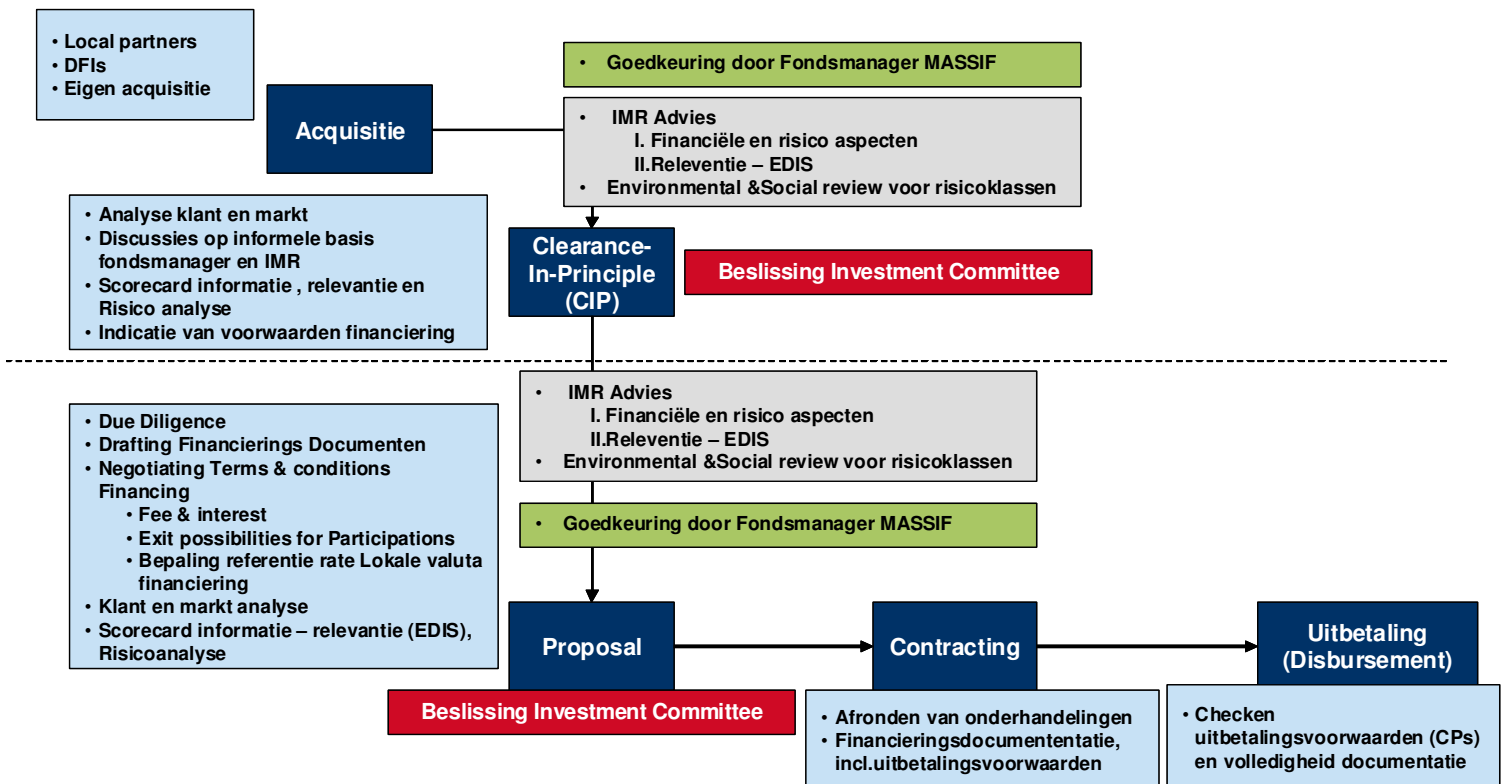


Investment & Mission Review afdeling (IMR), Risk management, mid-office, de juridische afdeling, etc. Deze processen maken FMO tot een solide, maar minder wendbare organisatie dan commerciële en ideële fondsen die op een andere wijze zijn ingericht en gereguleerd.

Interviews met marktpartijen en enkele klanten bevestigen dit beeld. De doorlooptijd van acquisitie naar goedkeuring verloopt daardoor relatief lang. Uit interviews met marktpartijen en klanten kwam naar voren dat FMO weliswaar niet de wendbaarheid heeft zoals de fondsen, maar een aanmerkelijk betere indruk maakt dan andere DFI's. Met name de inflexibiliteit van IFC en de lange doorlooptijden van deze partij werden als voorbeeld gesteld voor hoe het niet moet. In de dossiers zijn ook een tweetal voorbeelden terug te vinden waarin IFC door haar langlopend en bovenal rigide procedures niet meer tot de investeerdersgroep kon toetreden.

Onderstaand geven wij in een overzicht een beeld van het acquisitie- en goedkeuringsproces voor MASSIF- investeringen. Dit overzicht wijkt af van FMO's reguliere goedkeuringsproces door de benodigde goedkeuring van de MASSIF fondsmanager (alvorens een aanvraag door het investeringscommittee in behandeling wordt genomen).

Figuur 8.1: Goedkeuringsproces MASSIF







### 8.1.1. Acquisitie van nieuwe transacties

De acquisitie van nieuwe transacties door MASSIF is volledig ingebed in de FMO-organisatie. De investment officers verkrijgen nieuwe deals via:

- Lokale partners, adviseurs en private equity fondsen
- Internationale Development Finance Institutions (IFIs en DFI's)
- Eigen acquisitie (via investment officers)

Doordat het MASSIF-fonds als doel heeft om relatief hogere risicolanden en start-up financieringen in minder ontwikkelde financiële markten te financieren, leunt de acquisitie voor MASSIF fondsen meer op eigen acquisitie en op de contacten met partnerorganisaties die uitbreiden naar nieuwe markten/landen. Potentieel nieuwe transacties worden minder vaak via het netwerk van International Development Finance Institutions aangebracht dan dit voor FMO-A geldt.

Het MASSIF fonds is binnen de FMO organisatie bij uitstek geschikt om nieuwe markten en landen te betreden, start-ups te bedienen en financiële innovaties te stimuleren. Vanuit deze invalshoek worden nieuwe acquisitiemogelijkheden en contacten als eerste via het MASSIF-fonds onderzocht en wellicht gefinancierd. Vanuit het oogpunt van acquisitie biedt MASSIF een betere mogelijkheid voor het gehele FMO-bedrijf (ook voor FMO-A) om nieuwe markten te betreden en nieuwe contacten te leggen. Mede vanwege deze bijzondere mogelijkheden van MASSIF zijn de investment officers van FMO zeer enthousiast over MASSIF. MASSIF biedt FMO als organisatie een betere kans om nieuwe markten te betreden en zo hun uiteindelijke acquisitienetwerk voor zowel FMO-A als MASSIF te verruimen.

In onderstaande tabel wordt duidelijk dat MASSIF voor een aantal landen een voortrekkersrol heeft vervuld voor FMO. In die zin was MASSIF op termijn katalyserend naar FMO-A. Over de jaren 2007-2009 zijn er 7 landen geweest waar FMO-A nieuwe investeringen heeft gedaan nadat MASSIF er al eerder actief was.

Tabel 8.1: Nog niet bediende landen door FMO-A in de periode 2007-2009

Nieuwe landen FMO-A		
2009	2008	2007
Armenië	Egypte	Bosnië & Herz <sup>1</sup>
Haïti	Saint Lucia	Tsjaad
Kyrgizstan	Tajikistan	Macedonië <sup>1</sup>
LAOS <sup>1</sup>	Togo <sup>1</sup>	Montenegro
Mongolië <sup>1</sup>	Uruguay <sup>1</sup>	Samoa
		Servië <sup>1</sup>
		Sierra Leone
		Virgin Islands

<sup>1</sup> Reeds eerder onderdeel van de Massif Portefeuille

De verhoogde risicobereidheid van MASSIF maakt het instrument bij uitstek geschikt voor marktontwikkeling waarbij nieuwe en risicovollere markten kunnen worden betreden. Het continu zoeken naar nieuwe mogelijkheden en markten is een integraal onderdeel van de bedrijfsvoering van financiële instellingen waaraan (initieel) meer risico's kleven dan voor gebruikelijke financieringen. Het MASSIF-fonds geeft FMO een goede steun in de rug als het gaat om marktontwikkeling doordat start-up bedrijven en nieuwe markten



kunnen worden betreden en deze zo het pad vrij maken voor vervolginvesteringen door FMO-A.

Doordat MASSIF is ingebed in de FMO-organisatie heeft het ook toegang tot het brede acquisitie-apparaat van FMO en hoeft hier geen afzonderlijke organisatie voor te creëren. Het bereik van FMO is zeer groot vanwege het grote aantal investment officers die het fonds van MASSIF kunnen bedienen. Uit interviews bleek dat het fonds zowel bij de investment officers als bij de beheersafdelingen erg populair is door de mogelijkheden die het biedt om minder sterke (meer risicovolle) financiële instellingen te kunnen bedienen en daarmee ondernemerschap in de landen te promoten.

### 8.1.2. Investeringsbeslissing en investeringscommissie

#### *Rol van de fondsmanager in het besluitproces*

De fondsmanager van MASSIF moet - zoals eerder genoemd - goedkeuring geven aan elke nieuwe transactie en elk voorstel voor MASSIF. In de praktijk wordt er voorafgaand aan het zgn. 'clearance-in-principle' (de eerste stap tot goedkeuring) al informeel overleg gepleegd tussen de investment officers en de MASSIF fondsmanager. Hierna komt de investment officer met een officieel voorstel voor clearance-in-principle. Deze moet vergezeld worden van de goedkeuring van de MASSIF-manager en een advies van IMR die zowel het risicoprofiel als de ontwikkelingsimpact van het voorstel beoordeelt. Na de daaropvolgende due diligence en verdere gesprekken met de klant volgt het uiteindelijke voorstel tot financiering dat wederom een advies krijgt van IMR en heeft de goedkeuring nodig heeft van de fondsmanager alvorens het in behandeling wordt genomen in het investeringscommissie. Het investeringscommissie beoordeelt vervolgens het voorstel op risicoaspecten, relevantie en rendementsdoelstellingen.

Hoewel de leden van het investeringscommissie een zeer ruime ervaring hebben, is het aan te bevelen om ook de fondsmanager (voor alle MASSIF-transacties) in de discussie te betrekken binnen het investeringscommissie. Hierdoor is de verantwoordelijke fondsmanager in staat om investeringen die hij eerder heeft goedgekeurd ook in het investeringscommissie te verdedigen. De achterliggende doelstellingen van het fonds en de wensen en risicobereidheid die bij DGIS/DDE leven over het type investeringen zijn beter bekend bij het fondsmanagement<sup>96</sup>, waardoor ook deze argumenten beter kunnen worden meegenomen in de uiteindelijke investeringsbeslissing.

Het investeringscommissie als geheel blijft uiteindelijk verantwoordelijk voor de uiteindelijke beslissing, aangezien de aspecten die zijn verbonden aan een investering verder reiken dan alleen de investeringspositie van MASSIF. Voor FMO in de breedte geldt ook de aansluiting van MASSIF bij FMO-A en bijvoorbeeld de positie en de reputatie van FMO in de markt.

Uit de zeer summiere notulen van het investeringscommissie wordt niet duidelijk of er steeds korte, lange, of geen enkele discussie is gehouden over de keuze om de investering door FMO-A of door MASSIF te laten plaatsvinden. Voor zover deze discussie wel plaatsvindt, zoals tijdens interviews werd vermeld, zou uitgebreidere verslaglegging voor de bepaling en toepassing van de investeringscriteria een beter beeld voor de opdrachtgever kunnen verschaffen.

---

<sup>96</sup> Mede op basis van de gesprekken met zowel loan officers als het fund management van MASSIF



### 8.1.3. Monitoring, opvolging en bijsturing van investeringen

#### *Monitoring proces – inbedding in FMO organisatie*

Na de goedkeuring van het krediet- of investeringsvoorstel en uitbetaling van de gelden aan de klant begint het proces van monitoring en opvolging. Het monitoringproces is zoals alle MASSIF processen ingebed in de FMO-organisatie waarbij de beheerafdeling van de commerciële afdeling de review schrijft die vervolgens wordt beoordeeld door IMR (risk management). Indien een klant een kleine uitstaande exposure heeft en er geen aanwijsbare grote risico's zijn, kan besloten worden tot een zogenaamd verkorte of delegated review waarbij niet alle aspecten grondig worden geanalyseerd. Verder wordt er ook gewerkt met een 'action list' van transacties en klanten die wellicht speciale aandacht nodig hebben of naar de afdeling speciaal beheer dienen te worden overgeheveld. Voor het MASSIF fonds worden deelnemingen behandeld door FI (de commerciële afdeling voor MASSIF) en niet door de afdeling Participaties (PAR) zoals dit voor het FMO-A bedrijf geldt. Ditzelfde geldt overigens voor het opstellen van de voorstellen. FI heeft hier het initiatief en wordt desgewenst ondersteund door PAR. De reden waarom hier van de FMO lijn wordt afgeweken is niet altijd even duidelijk, maar de mindere mate van professionaliteit van de financiële instellingen en minder ontwikkelde markten waar MASSIF in investeert zijn de achterliggende redenen waarom de FI afdelingen in beginsel de leiding heeft in plaats van PAR.

#### *Relevantie*

De risicogegevens (FSF, RF) in de scorecard worden wel jaarlijks ge-update, maar dit geldt niet voor de EDIS gegevens. Deze worden slechts bijgewerkt als hier bijzondere reden toe bestaat, bijvoorbeeld in geval van een herfinanciering of een nieuwe strategie van de klant. Om uitspraken te kunnen doen over de ontwikkelingen van de impact van de financiering, en de rol die FMO hierin speelt, is het aan te bevelen ook deze scores jaarlijks bij te werken. In de jaarverslagen van MASSIF wordt de ontwikkeling van de EDIS scores gepresenteerd, maar deze ontwikkeling wordt voor het overgrote deel door nieuwe transacties veroorzaakt en veel minder door ontwikkeling van de EDIS in de bestaande portefeuille.

#### *Overgang naar FMO-A*

De transfers van MASSIF investeringen naar FMO-A zijn tot op heden voornamelijk gedreven door MASSIF's liquiditeitsbehoefte en de overeenkomst tussen BZ en FMO om minimaal € 30 mln van MASSIF te transfereren over de beschikkingsperiode. Tot op heden is er € 40 mln<sup>97</sup> van MASSIF getransfereerd. Zie onderstaand overzicht van de overgeheveldde fondsen.

---

<sup>97</sup> MASSIF Annual report 2009

Tabel 8.2: Transfers van MASSIF naar FMO<sup>98,99</sup>

2006	2007	2008	2009
China Environment Fund	Mekong Enterprise Fund	Banco Improsa	Access Bank (Nigeria)
	Banco HSBC	Banco Los andes Procredit	Citi Union Bank
		Banco del Exito	Blue Financial Services
		Procredit Bank Macedonia	
		Procredit Leasing	
		Temirbank	
EUR 1 mln	EUR 4.3 mln	EUR 7.1 mln	EUR 15.8 mln
<b>Totaal:</b>	<b>EUR 29.7 mln</b>		

Hoewel er aan de bepalingen van de overeenkomst met het ministerie van Buitenlandse Zaken over transfers is voldaan, lijkt dit proces van transfers onvoldoende structureel ingebed binnen de organisatie. In de reviews worden jaarlijks de risicoaspecten door IMR en het beheer binnen FMO beoordeeld, hetgeen tot uiting komt in de eerder genoemde FSF en RF ratings. Er wordt echter niet expliciet ook de vraag gesteld of de investering ook classificeert voor FMO-A. In de interviews met de diverse afdelingen binnen FMO, kwam naar voren dat dit wel degelijk wordt meegenomen, maar niet expliciet wordt gemaakt. Het verdient de voorkeur om dit wel expliciet mee te nemen in de reviews en beoordeling. Dit zal uiteindelijk niet direct hoeven te leiden tot een daadwerkelijke overdracht naar FMO-A. Dit blijft uiteindelijk de verantwoordelijkheid van zowel de MASSIF-fondsmanager als FMO-A. Vanuit de gedachte dat MASSIF revolverend dient te zijn, zullen ook winstgevendende transacties niet altijd direct overgeheveld worden naar FMO-A. Zoals bij commerciële PE/VC fondsen het geval is zal een gedeelte van de genereerde winsten de verliezen op andere risicovolle leningen moeten compenseren. Hiervoor dient echter wel een duidelijk beleid te worden ontwikkeld en uitgewerkt en moeten de juiste prikkels voor FMO geborgd worden. Bij de behandeling van het revolverend karakter van het fonds in hoofdstuk 8 zal een aantal van deze aspecten eveneens aan de orde komen.

<sup>98</sup> Bron: Finace – Transfers FMO/MASSIF

<sup>99</sup> Bij aanvang van MASSIF zijn er investeringen overgenomen ter waarde van EUR 15,9 mln



Tabel 8.3 MASSIF investeringen in beheer bij special operations

2006	2007	2008	2009
African Banking Corporation	Finadev S.A.	Freitas Catering Services S.A.R.L.	K-REP
Batanai Capital Finance (pvt.) ltd	Advantage China Holdings Limited	B.I.A. Niger	B.I.A. Niger
Newfarmers Dev company	Freitas Catering Services S.A.R.L.	Inclusion Group	Horizonte Bos. And Herz. Ent. Fund
Freitas Catering Services S.A.R.L.	B.I.A. Niger	HITO S.A.P.I. DE C.V.	HITO S.A.P.I. DE C.V.
Zimbabwe dev bank	Tanzania Venture capital fund	Burkina Bail S.A.	Banco del Exito S.A.
Mindanao Dev bank			Burkina Bail S.A.
Pt BBL Danatama finance tbk			Banco Columbia
P.T. Bank Dagang Bali			Inclusion Group
Advantage China Holdings Limited			Blue Financial Services limited
Ege finansal Kiralama A.S.			
Finagro Banco del Agro			
Banco Federado R.L.			
Financiera ind. Y agropecuaria			
Banco cooperativo C.R.L. (Bancoop)			

In 2007 en 2008 was het aantal investeringen dat door special operations werd beheerd beperkt. In 2009 zien wij een toename, vermoedelijk als gevolg van de financiële crisis.

Zoals ook bij andere financiële instellingen het geval is, beschikt FMO over een afdeling 'special operations' die het beheer van de commerciële afdelingen overneemt wanneer klanten in ernstige default situaties (achterstanden) terecht komen. Deze procedure is gelijk aan de procedure voor het FMO-A bedrijf. Special operations heeft een tweeledige opdracht. Op de eerste plaats moet uiteraard het belang van FMO (MASSIF) zeker gesteld worden en dient de financiële schade zoveel mogelijk beperkt te worden. Het vinden van een verantwoorde oplossing vanuit ontwikkelingsperspectief en sociale overwegingen zijn elementen die eveneens zwaar wegen voor FMO als ontwikkelingsbank. FMO staat in de markt bekend als 'innovator' en ervaren en deskundige partij voor het vinden van structuren die een oplossing kunnen bieden voor de financieringsproblemen die zijn ontstaan. Veelal neemt FMO een leidende rol bij herstructureringen. Marktpartijen onderschreven deze bijzondere rol van FMO met veel waardering. Zowel vanuit het oogpunt van relevantie als vanuit additionaliteit en katalyserende werking kan deze rol van grote betekenis zijn en moet derhalve niet onderschat worden. In de praktijk blijkt dat FMO een van de weinige partijen is die over dergelijke kennis beschikt en bovendien door haar inbreng andere financiers ervan weet te overtuigen aan een herstructurering van de financiering mee te werken.



## **8.2. MASSIF portefeuillemanagement**

Bij de beoordeling van doelmatig beheer van de MASSIF portefeuille komen de volgende onderwerpen aan bod:

- De performance van de portefeuille en vergelijking met het FMO-A bedrijf.
- Liquiditeiten en risicomanagement

De analyses zijn gebaseerd op de informatie zoals vervat in de jaarverslagen van MASSIF. De informatie is voor zover relevant aangevuld met de gedetailleerde portefeuille data van zowel MASSIF als FMO. Bij de performance en doelmatigheid zullen we niet expliciet ingaan op het kostenaspect en kostentoerekening van FMO aan DGIS. De afgelopen jaren is er een discussie opgestart over de beheerskosten en fee-structuur die FMO voor haar uitvoering aan DGIS berekent. Op dit moment lijkt er overeenstemming voor een vaste vergoeding over het volgend jaar van 14,5 mln voor alle fondsen. Om de lopende beheerskostendiscussie niet te compliceren is door DGIS besloten om de beheerskostendiscussie buiten dit onderzoek te houden. Bij de behandeling van het revoluerende karakter van MASSIF in hoofdstuk 9 komt deze problematiek echter wel in zekere mate aan de orde.

In de beoordeling van het beheer door FMO wordt het specifieke aspect van het aanbieden van lokale valuta geanalyseerd. Meer gedetailleerde informatie ontbrak helaas om een vergaande analyse naar de specifieke risico's van het aanbieden van lokale valuta te kunnen maken.

Over de afgelopen jaren heeft MASSIF langdurig gebruik gemaakt van een rekening courant faciliteit bij FMO. Hoewel de mogelijkheid van het gebruik van deze faciliteit de portefeuille snel heeft kunnen laten groeien, was een continue roodstand op de rekening courant faciliteit niet voorzien en toegestaan in de subsidiebeschikking. In deze paragraaf zullen we dieper ingaan op deze problematiek.

### 8.2.1. Performance van de MASSIF portefeuille

Over de afgelopen jaren heeft MASSIF een positief bruto rendement behaald op de portefeuille van 5.9% en zijn de afschrijvingen en afwaarderingen beperkt gebleven. Conclusies voor de lange termijn trekken op basis van deze korte termijn cijfers is niet aan te bevelen. De periode 2006-2009 is weliswaar de periode waarin de wereldwijde crisis is begonnen, maar de crisis lijkt met een zekere vertraging de zeer onderontwikkelde markten te raken. De impact voor de financiële instellingen in ontwikkelingslanden en daarmee voor de MASSIF portefeuille is wellicht nog niet volledig terug te zien in de historische performance cijfers.

In onderstaand overzicht is een vergelijking gemaakt tussen FMO-A en MASSIF op basis van de beschikbare jaarverslagen. De vergelijking is gebaseerd op de hele FMO-A portefeuille waarbij inkomen dat niet gerelateerd is aan de FMO-A investeringsportefeuille buiten beschouwing is gelaten. De investeringsportefeuilles van FMO-A en MASSIF zijn uiteraard niet perfect vergelijkbaar, aangezien MASSIF zich uitsluitend richt op financiële instellingen en FMO-A een bredere portefeuille heeft.



Vanuit het oogpunt van de relatie tussen FMO en MASSIF, alsmede vanwege de vraagstelling naar het efficiënt beheer van MASSIF geeft de onderstaande tabel hierover een indicatie.

Tabel 8.4 Resultaten FMO en MASSIF

In mln	2006		2007		2008		2009	
	MASSIF	FMO	MASSIF	FMO	MASSIF	FMO	MASSIF	FMO
Result on portfolio	5.7	185.1	15.0	140.1	21.6	60.1	16.9	93.2
Fair value changes	1.7	16.7	4.5	2.7	-12.3	-5.7	6.9	18.3
Other costs MASSIF	-0.1		-0.7		-2.7		-1.1	
Income after value adjustments	7.4	201.8	18.8	142.8	6.6	54.4	22.7	111.4
Portfolio (net)	184.7	1345.9	249.7	1653.0	281.7	2218.7	274.6	2472.7
Gross Return on Assets	4.3%	16.2%	8.6%	9.5%	2.5%	2.8%	8.2%	4.8%
Fee MASSIF aan FMO	-7.5	N.A.	-13.3	N.A.	-12.8	N.A.	-9.6	N.A.
Operating expenses FMO-A	N.A.	-24.1	N.A.	-27.8	N.A.	-30.4	N.A.	-30.7
Net profit	-0.1	177.7	5.5	115.0	-6.2	24.0	13.1	80.8
Disbursed grants	0.3		0.0		0.0		0.0	
FTEs	24.6	199.4	17.5	218.5	24.0	225.0	20.0	244.0
Gross return per FTE	0.3	1.0	1.1	0.7	0.3	0.2	1.1	0.5
Fee/operating expenses to income	101%	12%	71%	19%	194%	56%	42%	28%
Net profit on Assets	-0.1%	13.2%	2.2%	7.0%	-2.2%	1.1%	4.8%	3.3%

Uit bovenstaande tabel blijkt dat rendement, gemeten als gross return on assets over 2 van de 4 jaren (2006-2009) redelijk vergelijkbaar is geweest met FMO-A. Wel valt op dat in 2006 en 2009 de brutomarge een grotere uitslag vertoont dan bij FMO. Dit wordt verklaard door het hogere risicogehalte van MASSIF en de kleinere omvang van de portefeuille; grote bewegingen bij een klein aantal klanten hebben daarmee een grotere invloed op het totale resultaat. Het verhoogde risicoprofiel is daarmee (nog) niet volledig zichtbaar geweest in een verschil in inkomsten tussen FMO-A en MASSIF.

Indien wordt gekeken naar de netto winst (dat wil zeggen na aftrek van operating expenses voor FMO-A en betaalde vergoedingen voor MASSIF) zien we ook hier dat MASSIF over 3 van de 4 jaren ver achterbleef bij de winstgevendheid van FMO-A en over 2009 wel weer een veel hoger rendement kende. Over 2008 is MASSIF verlieslatend geweest en heeft in dat jaar ingeteerd op de omvang van het fonds. Dit werd echter gecompenseerd door de winsten in de jaren 2007 en 2009. Mede door de stortingen van DGIS heeft de portefeuille haar huidige omvang kunnen bereiken.

In de beginjaren van MASSIF was afgesproken dat MASSIF een urenregistratie zou invoeren. Hiermee zou dan kunnen worden aangetoond hoeveel uur FMO medewerkers aan MASSIF zouden hebben besteed. Op deze wijze kon ook voor het Ministerie van



Buitenlandse Zaken inzichtelijk gemaakt worden of de fee die FMO voor het beheer van MASSIF in rekening bracht realistisch was vertaald naar de inzet van FTE's.

Er zit een grote fluctuatie in het aantal FTEs over een korte periode van 4 jaar. Het aantal ingezette FTEs daalt over 2006-2007 met ongeveer 30% en stijgt dan weer naar het oude niveau om vervolgens weer met 20% te dalen. Dit zijn fluctuaties die we niet op dezelfde wijze zien terugkomen bij het FMO-A bedrijf en lijken een indicatie te geven over de (on)betrouwbaarheid van het bijhouden van de urenregistratie over 2006 en 2007 en de inschattingen zoals die zijn gemaakt over 2008 en 2009. Vanaf 2008 is FMO gestopt met de urenregistratie, maar geeft ze sindsdien schattingen voor ingezette FTEs.

De inzet van FTE's is volgens de beschikkingsafspraken in feite irrelevant voor de vergoeding aan FMO voor het management van MASSIF. Volgens de beschikking ontvangt FMO een vergoeding als percentage over de uitbetalingen, de uitstaande portefeuille en een verdeling van de winst uit hoofde van exits. Wij vragen ons af of het voeren van een discussie over een vergoedingsstructuur gerelateerd aan het aantal FTE's wel zinvol is. De vergoeding aan FMO zou o.i. veel meer gebaseerd moeten zijn op de mogelijkheden naar draagkracht en doelstellingen van het fonds. In die zin zal de fee altijd gemaximeerd moeten worden om het revolverend karakter van MASSIF waar te kunnen maken (zie hiervoor hoofdstuk 9 Revolverend karakter van het fonds).

#### 8.2.2. Liquiditeiten en Risicomanagement

In de subsidiebeschikking wordt voorgeschreven dat de beschikbaarstelling van middelen door de subsidieverlener geschiedt bij wijze van voorschot in termijnen tegen overlegging van betaalafroepen op basis van door de subsidieontvanger aangegeven liquiditeitsbehoefte. In de subsidiebeschikking wordt eveneens voorzien in de aanwending van een rekening courant faciliteit bij FMO ter grootte van maximaal 25% van de omvang van MASSIF. Deze rekening courant is bedoeld om tijdelijke tekorten in de liquiditeiten op te vangen. Onzekerheden over projecties van de liquiditeiten worden veroorzaakt in de onzekerheid in de timing van contracteringen en uitbetalingen aan klanten. Het proces van goedkeuring naar uitbetaling kan bijvoorbeeld als gevolg van voortgaande onderhandelingen en afronden van documentatie vertraagd worden. Dit is een zeer herkenbaar beeld bij financiële instellingen.

In onderstaand overzicht uit de jaarverslagen van MASSIF is het verloop van de liquiditeiten over de periode 2006 tot 2009 terug te vinden.





Tabel 8.5: Liquiditeit MASSIF 2006-2009

	2006	2007	2008	2009
<b>Liquidity position begin period</b>	<b>5,480,857</b>	<b>-16,743,429</b>	<b>-56,941,097</b>	<b>-58,462,221</b>
Received DGIS	6,084,938	25,522,738	34,897,262	34,140,000
Fee FMO	-7,485,509	-13,269,619	-12,828,717	-9,579,034
Disbursements	-76,400,770	-109,861,029	-105,141,196	-56,682,595
Income (interest + dividend)	13,766,015			27,441,903
Repayments	42,678,008	36,451,853	38,385,529	42,041,162
Sales to FMO			10,415,843	15,832,358
Results on sales of participations				1,761,195
All other income and costs	-866,968	20,958,389	32,750,155	-2,299,292
<b>Liquidity position end period</b>	<b>-16,743,429</b>	<b>-56,941,097</b>	<b>-58,462,221</b>	<b>-5,806,524</b>
<i>Percentage liquiditeiten/gemiddelde portefeuille</i>	<i>10%</i>	<i>26%</i>	<i>22%</i>	<i>2%</i>

Bron: jaarverslagen MASSIF

Uit dit zeer ruwe overzicht blijkt dat de liquiditeitspositie van MASSIF tijdens 2007 en 2008 zeer negatief is geweest. In september 2008 was zelfs meer dan 25% van de omvang van MASSIF als rekening courant faciliteit bij FMO geplaatst. Hoewel in de subsidiebeschikking was voorzien in een rekening courant faciliteit van maximaal 25% van MASSIF om tijdelijke liquiditeitstekorten op te vangen, was het voor zowel DGIS als FMO geen prettige situatie. Het kostte FMO namelijk 2 miljoen euro aan funding-kosten en DGIS wilde geen problemen rondom accountability. De productie van nieuwe investeringen is daarom vertraagd en er zijn enkele projecten aan FMO-A verkocht.

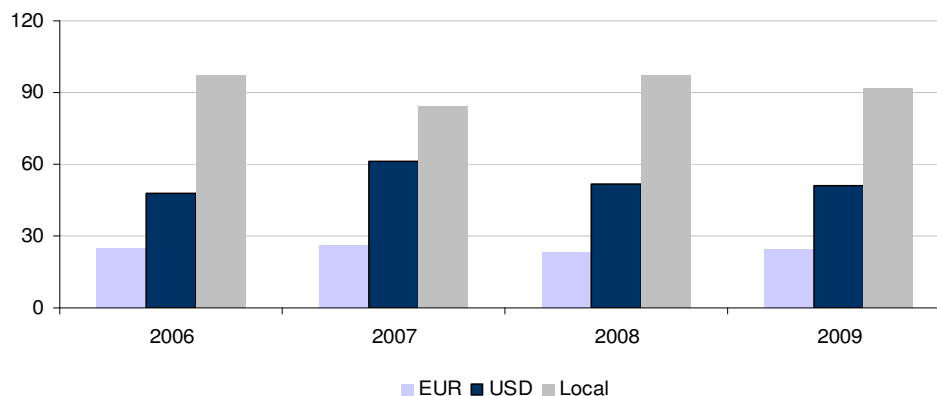
In juli 2009 zijn er vervolgens nieuwe afspraken gemaakt en de faciliteit mag sindsdien nog een grootte van 10% van de netto portefeuille hebben. Tevens zijn nieuwe afspraken gemaakt tussen DGIS en FMO over de toerekening van funding kosten bij zo'n roodstand. De kosten die gemaakt worden voor een roodstand boven de 10% van de netto portefeuille komen volledig voor rekening van FMO.

De belangrijke risico's van MASSIF liggen op het gebied van valuta, landenspreiding en exposures van de grootste klanten. Deze paragraaf geeft hierin inzicht.

#### Valutarisico's

Eind 2009 was de portefeuille van MASSIF als volgt verdeeld:

Figuur 8.3: Aantallen faciliteiten per valutasoort





Op 2007 na, is meer dan de helft van de portefeuille in lokale valuta verstrekt. Voor 2007-2009 hebben wij de landen waarin de lokale valuta zijn verstrekt op een rij gezet om een indruk te krijgen van het mogelijke concentratierisico<sup>100</sup>. Hieruit blijkt bijvoorbeeld dat 10% van de lokale valuta uitzettingen (EUR 13,6 miljoen) in Bolivia plaats heeft gevonden.

De laatste jaren is het TCX fonds sterk ontwikkeld en de vraag dient zich aan of MASSIF haar valutarisico's niet met behulp van dit fonds zou moeten afdekken. Een valutabeleid ontbreekt bij MASSIF, maar gezien de spreiding van de portefeuille wordt in overweging gegeven een beleid hieromtrent te ontwikkelen. De spreiding en omvang van de portefeuille is zodanig dat een verantwoord beleid mogelijk moet zijn.

Tabel 8.6: Lokale valuta financiering per land 2007-2009

Lokale valuta financiering per land voor 2007-2009				
	2007	2008	2009	
Sri Lanka	16,882,908	15,147,950	13,608,851	10%
Bangladesh	8,951,004	10,125,024	9,629,732	7%
South africa	560,271	5,518,372	9,617,274	7%
Argentina	0	9,865,719	8,987,577	7%
Guatemala	4,080,826	9,089,165	7,269,368	5%
Afghanistan	0	6,868,901	6,872,892	5%
Cambodia	4,587,473	8,988,138	6,528,207	5%
Moldova	3,991,945	6,321,912	6,037,074	4%
Honduras	3,018,625	1,437,769	5,656,954	4%
Uruguay	0	4,302,432	5,230,079	4%
Mongolia	0	6,532,706	5,072,244	4%
Mali	5,302,718	5,333,100	4,854,981	4%
Nicaragua	1,213,380	7,077,313	4,645,811	3%
Kenya	6,722,877	4,527,409	4,176,082	3%
Uganda	3,801,548	3,244,080	3,894,344	3%
Bolivia	6,827,271	5,858,250	3,633,014	3%
Tanzania	5,786,340	5,317,224	3,518,739	3%
Georgia	7,302,060	4,131,373	3,504,719	3%
Azerbaidjan	3,200,211	3,435,373	3,435,373	3%
Cameroon	5,918,922	6,364,585	2,444,136	2%
Mozambique	118,047	0	2,412,300	2%
Vietnam	5,675,640	4,133,161	2,339,565	2%
Algeria	2,430,044	3,846,626	2,336,082	2%
Lao People's democratic rep (laos)	0	2,246,885	1,889,631	1%
Madagascar	0	0	1,760,391	1%
Peru	3,822,824	2,740,730	1,737,500	1%
Nigeria	22,335,286	4,594,759	1,676,102	1%
Costa Rica	2,671,104	1,815,884	1,108,754	1%
Zambia	1,016,714	225,590	614,193	0%
Benin	514,405	343,251	343,251	0%
Niger	251,152	251,152	251,152	0%
Philippines	154,569	154,569	154,569	0%
Burkina faso	886,069	442,659	110,665	0%
Senegal	57,225	57,225	57,225	0%

Vervolgens is geanalyseerd in welke landen MASSIF het meest investeert, teneinde het concentratierisico van landen te bepalen. Uit deze analyse blijkt het volgende<sup>101</sup>:

<sup>100</sup> Helaas was het op basis van de portefeuilleinformatie niet mogelijk een overzicht per valutasoort te maken. Wij menen dat dit landenoverzicht echter voldoende inzicht biedt.

<sup>101</sup> Dat er soms regio's tussen de landen staan heeft de maken met de investeringsfondsen, waar de investeringen zich niet altijd beperken tot 1 land.



Tabel 8.7: Investeringsen per land in de netto portefeuille 2007-2009

	Investeringsen (net portfolio) per land			
	2007	2008	2009	
AFRICA	26,458,593	30,108,416	34,177,593	12.4%
INDIA	14,967,140	20,450,430	23,057,868	8.4%
SRI LANKA	16,882,908	15,147,950	19,120,689	7.0%
GLOBAL	13,089,326	22,858,965	18,711,492	6.8%
BANGLADESH	8,951,004	10,125,024	9,629,732	3.5%
GHANA	3,205,821	8,923,032	9,617,800	3.5%
SOUTH AFRICA	560,271	5,518,372	9,617,274	3.5%
MOLDOVA	6,113,850	11,035,180	9,508,350	3.5%
ARGENTINA	6,722,170	9,870,047	8,987,577	3.3%
CAMBODIA	8,197,593	12,689,750	8,730,500	3.2%
VIETNAM	5,675,640	8,669,660	7,862,756	2.9%
GUATEMALA	4,080,826	9,089,165	7,269,368	2.6%
KOSOVO	0	593,772	7,097,216	2.6%
AFGHANISTAN	0	6,868,901	6,872,892	2.5%
NIGERIA	25,271,014	9,678,373	6,536,922	2.4%
LATIN AMERICA & THE CARIBBEA	0	6,575,408	6,028,563	2.2%
HONDURAS	3,018,625	3,987,159	5,656,954	2.1%
URUGUAY	311,011	4,668,244	5,595,890	2.0%
MONGOLIA	3,340,973	6,532,706	5,072,244	1.8%
NICARAGUA	6,113,137	7,794,159	4,993,395	1.8%
MALI	5,302,718	5,333,100	4,854,981	1.8%
BELARUS	0	1,680,000	4,491,168	1.6%
KENYA	6,722,877	4,527,409	4,176,082	1.5%
UGANDA	3,792,274	3,244,080	3,894,344	1.4%
BOLIVIA	7,498,967	5,858,250	3,633,014	1.3%
ALBANIA	-42,338	4,902,594	3,530,361	1.3%
TANZANIA	5,786,340	5,317,224	3,518,739	1.3%
GEORGIA	7,302,060	4,131,373	3,504,719	1.3%
AZERBAIJAN	3,200,211	3,435,373	3,435,373	1.3%
SERBIA	8,502,082	3,409,972	2,870,062	1.0%
CAMEROON	5,918,922	6,364,585	2,444,136	0.9%
MOZAMBIQUE	118,048	-25,375	2,412,301	0.9%
MEXICO	3,401,245	3,516,957	2,395,039	0.9%
ALGERIA	2,430,044	3,846,626	2,336,082	0.9%
ASIA	2,867,314	2,203,265	2,011,663	0.7%
LAO PEOPLE'S DEMOCRATIC REF	0	2,246,885	1,889,631	0.7%
MADAGASCAR	0	-28,624	1,760,391	0.6%
PERU	3,822,824	2,740,730	1,737,500	0.6%
EL SALVADOR	2,720,996	2,150,538	1,390,337	0.5%
COSTA RICA	3,207,518	1,815,884	1,108,754	0.4%
CHINA	752,097	752,096	752,096	0.3%
BOSNIA & HERZEGOVINA	1,808,670	1,337,706	702,226	0.3%
ZAMBIA	1,016,714	225,590	571,605	0.2%
BENIN	514,405	343,251	343,251	0.1%
PHILIPPINES	154,569	286,988	286,988	0.1%
NIGER	251,152	251,152	251,152	0.1%
BURKINA FASO	871,223	430,628	110,665	0.0%
SENEGAL	57,225	57,225	57,225	0.0%
MOROCCO	5,222	5,222	5,222	0.0%
CAPE VERDE	0	0	0	0.0%
TUNESIA	484,145	158,381	0	0.0%
LATIN AMERICA AND CARIBBEAN	5,192,053	0	0	0.0%
KAZAKHSTAN	2,495,975	0	0	0.0%
EUROPE AND CENTRAL ASIA	9,159,104	0	0	0.0%
PAKISTAN	-65,770	0	0	0.0%
MAURITANIA	222,814	0	0	0.0%
PANAMA	541,296	0	0	0.0%
MACEDONIA	1,789,746	0	0	0.0%
INDONESIA	84,290	0	0	0.0%



Het landenrisico is over het algemeen beperkt. De portefeuille van MASSIF naar landen is goed gespreid en er doen zich geen grote concentratierisico's voor. De grootste risico's worden gelopen in India (8% van de nettoportefeuille) en Sri Lanka (6%).

Tenslotte hebben wij gekeken naar het klantenrisico. Een te groot percentage van het fonds in één klant is risicovol. Uit onderstaande tabel blijkt dat het maximale exposure 3,2% van het fonds is, en 24,8% voor de tien grootste klanten tezamen.

Tabel 8.7: Top-10 grootste klanten 2009

Name	Exposure	%
AFRICINVEST FINANCIAL SECTOR LTD.	8,786,931	3.2%
PROCREDIT HOLDING AG	8,068,760	2.9%
LOLC MICRO CREDIT LIMITED	6,906,186	2.5%
FIRST MICROFINANCEBANK AFGHANISTAN	6,872,892	2.5%
FINBOND PROPERTY FINANCE LIMITED	6,861,603	2.5%
MAS FINANCIAL SERVICES LTD	6,685,797	2.4%
ALIOS FINANCE	6,653,918	2.4%
DUTCH-BANGLA BANK LTD	5,872,588	2.1%
GHANA HOME LOANS LIMITED	5,866,636	2.1%
NATIONAL DEV BANK SRI LANKA (NDB)	5,563,809	2.0%

### **8.3. Conclusies en aanbevelingen**

#### *Inbedding MASSIF binnen FMO*

Het MASSIF fonds is binnen de FMO organisatie bij uitstek geschikt om nog niet bediende landen en markten te bedienen vanwege de hogere risicobereidheid. In een later stadium kan FMO-A of andere financiers dan volgen naar die markten en landen, waarmee MASSIF een katalyserende rol heeft vervuld. Mede om deze reden is MASSIF erg populair bij de investment officers.

Binnen FMO ligt de uiteindelijke verantwoordelijkheid voor de investeringsbeslissing bij het investeringscomité. De aanbeveling is de MASSIF-fonds manager bij de discussies in dit comité te betrekken, vanwege zijn nauwere samenwerking met DGIS/DDE, zodat het standpunt van het ministerie meegewogen wordt in de investeringsbeslissing.

Jaarlijks wordt een (al dan niet verkorte) review geschreven over iedere klant. In deze review wordt niet beschreven of de klant eventueel klaar is om getransfereerd te worden naar FMO-A. Aanbevolen wordt dit wel in de jaarlijkse reviews op te nemen.

#### *Performance portefeuille*

Op basis van de door FMO aangeleverde cijfers kan geconstateerd worden dat de nettowinst in drie van de vier jaar achterbleef bij de nettowinst van FMO-A. In één van de vier jaar heeft het fonds door verlies ingeteerd op de omvang van het fonds. Dit werd echter gecompenseerd door de winsten in de omliggende jaren.

De performance van het fonds fluctueert nogal in vergelijking met het FMO bedrijf. Dit is in belangrijke mate toe te schrijven aan de beperkte omvang van het fonds, het hogere risicogehalte en grotere bewegingen bij een kleiner aantal klanten.



De discussie rond de vergoeding voor het beheer van het fonds is verengd tot een discussie over de kosten van FMO voor de inzet van personeel (FTE's) en lijkt los te staan van de beperkingen die het fonds kent om bijvoorbeeld revolverend te zijn. De subsidiebeschikking is in dit verband wel helder en relateert de vergoeding van FMO aan een aantal incentives (uitbetalingen, uitstaande portefeuille en gemaakte exits).

#### *Liquiditeiten management*

Het liquiditeiten management van MASSIF is de afgelopen periode een punt van zorg gebleken. MASSIF is voor de beschikbaarheid van middelen afhankelijk van meerdere factoren (tijdig ontvangen van rente en aflossingsbetalingen, planning van uitbetalingen e.d.). Deze problematiek is niet uniek en speelt bij alle financiële instellingen. De faciliteit van FMO voor roodstand van MASSIF is met name in de jaren 2007 en 2008 voor grote bedragen en voor een langere periode gebruikt. De subsidiebeschikking en afspraken met het Ministerie van Buitenlandse Zaken voorzagen feitelijk niet in dergelijke omstandigheden. In 2009 is om die reden besloten het fonds enkele maanden te sluiten voor nieuwe uitzettingen, en zijn nieuwe afspraken rondom maximale roodstand en de bijbehorende vergoedingen gemaakt. Deze nieuwe afspraken vragen in de toekomst om een adequate en intensieve monitoring van de liquiditeiten door FMO. Bovendien is de maximale investeringsomvang gehalveerd van € 10 miljoen naar € 5 miljoen, hetgeen grote fluctuaties beperkt.

#### *Risico management valuta's, landen en klantenconcentratie*

Uit de samenstelling van de portefeuille blijkt dat er sprake is van een zorgvuldige portefeuille verdeling. Er zijn geen grote concentratierisico's waar te nemen als het gaat om landen, valuta en klanten. De portefeuille voldoet in die zin ook aan de eisen zoals deze zijn gesteld in de subsidiebeschikking en uitvoeringsovereenkomst.

Overwogen zou kunnen worden om de valutarisico's af te dekken bij TCX, en alleen voor die landen waar TCX geen dekking biedt MASSIF in te zetten voor lokale valuta financieringen. Wanneer hier niet toe besloten wordt, zouden wij in ieder geval willen aanbevelen een valutabeleid te introduceren.



## 9. Revolverend karakter MASSIF

**TOR:**

*Is het fonds adequaat van omvang?*

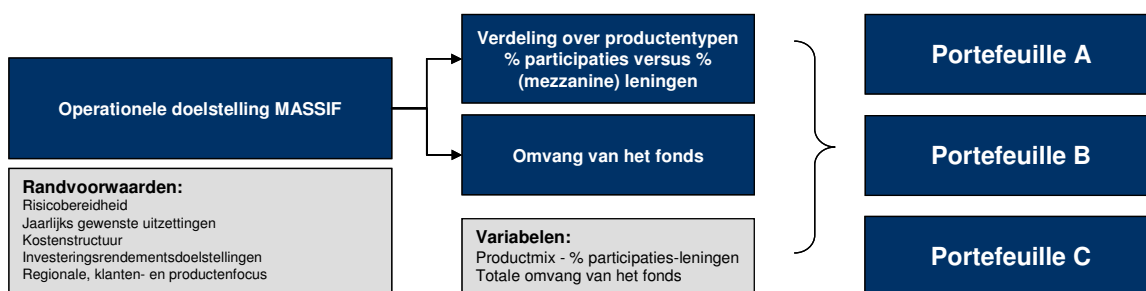
- *Welke omvang zou het fonds kunnen/moeten hebben om als revolverend fonds zelfstandig te kunnen functioneren?*

De analyse bevat 3 stappen:

1. Inventarisatie en analyse van de initiële opzet van het revolverend karakter van MASSIF door FMO (projecties, risico-aspecten, scenario's)
2. Analyse en inventarisatie van doelstellingen en randvoorwaarden van FMO en BZ, zoals:
  - Risicobereidheid
  - Jaarlijks gewenste uitzettingen
  - Kostenstructuur
  - Investeringsrendementsdoelstellingen
  - Regionale, klanten- en productenfocus
3. Vormgeven van mogelijke portefeuilles waarbij zowel de omvang als de productenmix varieert.

Er worden drie mogelijke revolverende portefeuilles samengesteld. Middels scenario analyses wordt een inschatting gemaakt van de optimale mix van producttypen en omvang van het fonds.

Figuur 9.1: Revolverend karakter fonds



### 9.1. Operationele doelstellingen

In het plan van aanpak van MASSIF (Annex a.2 bij de subsidiebeschikking) wordt het volgende vermeld: “De doelstelling van MASSIF is om via een revolverend fonds een bijdrage te leveren aan de opbouw en verbetering van ontwikkelingslanden (waaronder de minst ontwikkelde landen) en opkomende markten van de financiële infrastructuur gericht, doch niet noodzakelijkerwijs exclusief, op het bedienen van ondernemers en consumenten aan de onderkant van de financiële markt (de eindgebruiker).



In annex a.1 bij de subsidiebeschikking is de onderstaande projectie van het verloop van de MASSIF-portefeuille weergegeven. Deze projecties zullen als basis voor onze berekeningen dienen. Met het eigen en vreemd vermogen in deze tabel worden respectievelijk de kredietenportefeuille en de aandelenparticipaties bedoeld.

Tabel 9.1: Portefeuille verloop MASSIF

(bedragen x EUR mln)	Portefeuille verloop MASSIF					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vreemd vermogen	91	109	125	148	173	200
Eigen vermogen	57	60	74	94	104	112
<b>Bruto Portefeuille</b>	<b>148</b>	<b>169</b>	<b>199</b>	<b>242</b>	<b>277</b>	<b>312</b>
Waarde correcties	16	18	20	24	30	34
<b>Netto portefeuille</b>	<b>132</b>	<b>151</b>	<b>179</b>	<b>218</b>	<b>247</b>	<b>278</b>
<b>Uitbetalingen</b>	<b>50</b>	<b>62</b>	<b>68</b>	<b>84</b>	<b>87</b>	<b>95</b>
Funding						
Aflossing en inkomsten	35	37	43	50	59	68
Bijdrage Min voor OS	9	23.4	20.2	20.1	19.2	18.6
Bijdrage FMO	1.1	6.7	6.1	6	5.8	5.6
Rekening courant FMO	4.9	-5.4	-1.3	7.9	3	2.8
Beheersvergoeding	3	3.4	4	4.8	5.5	6.2
Vergoeding contractering	2.1	2.6	2.9	3.5	3.7	4
<b>Totaal vergoeding (ex upward)</b>	<b>5.1</b>	<b>6</b>	<b>6.8</b>	<b>8.4</b>	<b>9.2</b>	<b>10.2</b>

## 9.2. Revolverend karakter producten MASSIF

Doelstelling is het fonds revolverend te laten werken. Om dit het geval te kunnen laten zijn, moet niet alleen de omvang van het fonds gelijk blijven, maar ook de "koopkracht". Om de koopkracht niet te laten afnemen is het noodzakelijk het fonds te corrigeren voor inflatie. Hiermee wordt het fonds reëel revolverend.

Leningen, mezzanine en participaties in eigen vermogen vormen 99% van de MASSIF portefeuille<sup>102</sup>. In tabel 9.2 worden deze financieringsvormen kort toegelicht, alsmede hun bijdrage aan het revolverende karakter van het fonds.

<sup>102</sup> Ook is er nog een garantie, maar hier wordt niet dieper op ingegaan.



Tabel 9.2 Gebruikte financieringsvormen binnen MASSIF

Financieringsvorm	Toelichting / revolverend karakter
Lening	Het grootste deel van de portfolio van MASSIF bestaat uit leningen. De gewogen gemiddelde looptijd van de lening was eind 2009 4 jaar. MASSIF geeft de leningnemers over het algemeen een “grace period”, te omschrijven als een periode waarin nog geen aflossingen plaatsvinden. De kasstromen die naar MASSIF vloeien zijn de “upfront fee” (een bedrag bij verstrekking van de lening), de “commitment fee” (een jaarlijks percentage van het uitstaande limietbedrag), de aflossingen, en de renteopbrengsten.
Equity	De tweede vorm waarmee MASSIF instellingen financiert zijn aandelenparticipaties om het eigen vermogen van klanten te versterken. Een investering in eigen vermogen kenmerkt zich door een investering aan het begin van de periode en onzekerheid over wanneer dit geld vrijkomt (wanneer MASSIF de participatie weer verkoopt; de “exit”). Mogelijke inkomsten tijdens de investeringsperiode zijn dividenduitkeringen (winstuitkeringen), maar gezien het jonge en snel groeiende karakter van de financiële instellingen zijn deze waarschijnlijk niet erg substantieel.
Mezzanine	Mezzanine kan worden omschreven als een tussenvorm met zowel karakteristieken van eigen vermogen als van vreemd vermogen. Centrale banken beoordelen mezzanine vaak als een type eigen vermogen (en voor de gefinancierde partij is het dan gunstig voor haar kapitaalsbasis), terwijl de structuur van de financiering ook aspecten van een lening heeft. Een voorbeeld van mezzanine is de converteerbare lening, die precies dezelfde structuur kent als de gewone lening (behalve de interest die iets hoger is), maar indien de lening geconverteerd wordt, transformeert het in eigen vermogen. Het revolverende karakter van mezzanine is derhalve lastig te duiden, omdat het conversiemoment (als dat moment al komt) onbekend is.

### 9.3. Uitgangspunten

De vraagstelling vanuit de ToR was een analyse te maken van de omvang die MASSIF zou moeten hebben om zelfstandig als revolverend fonds te kunnen functioneren. Om deze analyse te kunnen maken zijn een drietal uitgangspunten geformuleerd:

1. Een (netto) verliesgevend fonds is per definitie niet revolverend. De verliezen gaan ten laste van de omvang van het fonds. Om de omvang van het fonds op peil te houden is een bijstorting ter grootte van het verlies nodig (bij gelijkblijvende marktomstandigheden).
2. Een (netto) winstgevend fonds waarbij geen winstuitkeringen plaatsvinden is per definitie revolverend. Als de nettowinst geherinvesteerd wordt in het fonds, kan het fonds (bij gelijkblijvende omstandigheden en investeringsmogelijkheden) oneindig groeien.
3. Een analyse naar de noodzakelijke omvang van een fonds is enkel zinvol indien een minimum omvang wordt vastgesteld dat het fonds jaarlijks zou moeten investeren. Wanneer dit niet wordt vastgesteld, kan een fonds van iedere omvang in principe revolverend zijn, voor zover aan de eis van winstgevendheid is voldaan.





Uitgaande van de bovenstaande drie punten is een analyse naar de benodigde fondsomvang gemaakt door middel van prognoses. Om uitspraken te kunnen doen over de ontwikkelingen van het fonds is het noodzakelijk aannames te maken. De aannames zijn hieronder verder uitgewerkt.

#### *Nieuwe uitzettingen/participaties*

In 2009 bestond het fonds uit ongeveer 60% uitzettingen in leningen, en 40% in equity. Hierbij hebben we de mezzanine onderverdeeld in 50% equity en de andere helft in leningen. Doordat mezzanine zowel equity als leningkarakteristieken heeft en het op portefeuille niveau niet echt duidelijk is welke type mezzanine meer een leningkarakter heeft en welk meer een equity karakter, is er gekozen voor de (arbitraire) verdeling van 50/50. Tevens is ook de timing van een eventueel conversiemoment naar pure equity niet te bepalen. Van de totale uitzettingen in de prognose vindt 20% in investment funds plaats (conform het aandeel van de portefeuille eind 2009).

In het basis scenario zal het fonds bestaan uit:

1. 60% leningen bestaan
2. 40% uit equity
  - 80% equity in financiële instellingen
  - 20% equity in investeringsfondsen

#### *Beheersvergoeding*

In de beschikking wordt gesproken over een vergoeding van alle fondsen die FMO in beheer heeft en betreft de volgende fondsen MASSIF, AEF en MOL-fonds. De totale vergoeding bedraagt voor 2010 EUR 14.5 mln EURO. De beheersvergoeding specifiek voor MASSIF is 9,5 miljoen. Op een totale fondsgrootte van 300 miljoen betekent dit een vergoeding van circa 3%. Voor de calculaties wordt dit percentage als uitgangspunt genomen voor de jaarlijkse onkostenvergoeding.

#### *Overige aannames*

Er wordt uitgegaan van een rendement op leningen van 3% en een rendement op equity van 7%. Dit zijn de minimum returns zoals geformuleerd in de investeringscriteria van MASSIF. Uitgangspunt hierbij is dat deze investeringscriteria dusdanig zijn geformuleerd dat aan de doelstelling om MASSIF revolverend te laten zijn is voldaan. Deze returns worden ook aangenomen netto returns te zijn, dat wil zeggen na aftrek van verwachte verliezen en mogelijke afwaarderingen. Over de afgelopen 4 jaar blijkt dat het gemiddelde rendement van MASSIF boven het minimum rendement is geweest.

Voor leningen wordt uitgegaan van een gemiddelde looptijd van 4 jaar, voor direct eigen vermogen is dit 7,5 jaar en voor investeringsfondsen 9 jaar.

Op basis van de bovenstaande aannames hebben wij een prognose gemaakt voor de komende jaren.



Tabel 9.3: Basisscenario op basis van de hierboven geschetste aannames

	Overzicht Portefeuille Massif											
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Leningportefeuille begin jaar</b>	<b>180</b>	<b>172</b>	<b>167</b>	<b>172</b>	<b>174</b>	<b>176</b>	<b>179</b>	<b>181</b>	<b>183</b>	<b>186</b>	<b>188</b>	<b>191</b>
Nieuwe uitzettingen	46	46	55	53	54	55	55	56	57	58	59	59
Terugbetalingen	-45	-43	-42	-43	-43	-44	-45	-45	-46	-46	-47	-48
Write-offs	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-9	-9	-9	-9
<b>Leningportefeuille eind jaar</b>	<b>172</b>	<b>167</b>	<b>172</b>	<b>174</b>	<b>176</b>	<b>179</b>	<b>181</b>	<b>183</b>	<b>186</b>	<b>188</b>	<b>191</b>	<b>194</b>
<b>Equity begin jaar</b>	<b>120</b>	<b>115</b>	<b>110</b>	<b>113</b>	<b>115</b>	<b>117</b>	<b>119</b>	<b>121</b>	<b>123</b>	<b>125</b>	<b>127</b>	<b>129</b>
Waarvan in funds	60	57	55	57	58	59	59	60	61	62	63	64
Waarvan direct	60	57	55	56	57	58	59	60	61	63	64	65
Nieuwe participaties	1	1	8	7	7	7	7	8	8	8	8	8
Stockdividenden	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Exits - direct	-8	-8	-7	-7	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-9	-9
Exits - funds	-7	-6	-6	-6	-6	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
FV changes	8	7	7	7	8	8	8	8	8	8	8	9
<b>Equity einde jaar</b>	<b>115</b>	<b>110</b>	<b>113</b>	<b>115</b>	<b>117</b>	<b>119</b>	<b>121</b>	<b>123</b>	<b>125</b>	<b>127</b>	<b>129</b>	<b>131</b>
<b>Omvang Massif einde jaar</b>	<b>287</b>	<b>277</b>	<b>285</b>	<b>289</b>	<b>293</b>	<b>297</b>	<b>302</b>	<b>306</b>	<b>311</b>	<b>315</b>	<b>320</b>	<b>325</b>

	Overzicht liquiditeit Massif											
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Liquidity begin period</b>	<b>46</b>	<b>64</b>	<b>79</b>	<b>77</b>	<b>78</b>	<b>80</b>	<b>81</b>	<b>82</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>86</b>	<b>87</b>
Fee FMO	-9	-9	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-10
Disbursements	-46	-46	-62	-60	-61	-62	-63	-64	-65	-66	-66	-67
Income (interest)	12	11	11	11	11	11	11	12	12	12	12	12
Fees	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3
Repayments	45	43	42	43	43	44	45	45	46	46	47	48
Exits direct	8	8	7	7	8	8	8	8	8	8	9	9
Exits fund	7	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7
<b>Liquidity end period</b>	<b>64</b>	<b>79</b>	<b>77</b>	<b>78</b>	<b>80</b>	<b>81</b>	<b>82</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>86</b>	<b>87</b>	<b>88</b>

Zoals uit het liquiditeitsoverzicht blijkt gaan de jaarlijkse uitkeringen naar een niveau van ongeveer 66.5 miljoen euro. Zoals hierboven geschetst is het noodzakelijk om een niveau van uitkeringen vast te stellen, om zodoende een fondsgrootte bij verschillende omstandigheden te bepalen. Wij zijn in het vervolg van onze analyse uitgegaan van een jaarlijkse uitkering van EUR 66.5 mln in 2021. Dit komt overeen met EUR 53.5 mln dat jaarlijks met 2% inflatie<sup>103</sup> groeit.

#### 9.4. Scenario's

In de scenarioanalyse worden de gevolgen van ontwikkelingen in de economie doorgevoerd in de portefeuille. Het downside scenario betekent een economische terugval, waarbij we aannemen dat de rendementen terugvallen en het langer duurt om een exit te creëren voor de participatie in het eigen vermogen. In het upside scenario zijn de rendementen juist hoger en is de exit eerder. De veranderende rendementen omvatten zowel lagere opbrengsten uit exits van eigen vermogen, als fair value wijzigingen en afschrijvingen.

<sup>103</sup> Gelijk aan ECB doelstelling voor de komende 10 jaar. Zie [www.ecb.int](http://www.ecb.int).



Tabel 9.4: Aannames economische scenario's

	<b>Downside</b>	<b>Base case</b>	<b>Upside</b>
Rendement lening	0%	3%	5%
Rendement equity	3%	7%	9%
Exit direct equity	9 jaar	7,5 jaar	6 jaar
Exit investment funds	12 jaar	9 jaar	7.5 jaar

Wanneer deze aannames met betrekking tot de economische situatie worden doorgerekend, leidt dit tot de volgende rendementen per scenario:

Tabel 9.5: Rendement bij doorgerekende economische scenario's

<b>Scenario</b>	<b>Rendement (jaarlijks)</b>
Downside	-1.8%
Base case	1.6%
Upside	3.6%

Om het fonds in reële termen revolverend te laten functioneren, is een correctie voor inflatie noodzakelijk. Indien wij als uitgangspunt nemen dat de inflatie jaarlijks 2% bedraagt, blijkt dat alleen in het upside scenario het fonds reëel revolverend werkt.

De basecase leidt tot een jaarlijks rendement van circa 1.6%. Dit is echter nog niet gecorrigeerd voor inflatie en zou dan ook in reële termen niet als revolverend kunnen worden beschouwd. Het verdient de voorkeur om van een reëel revolverend fonds uit te gaan, om zodoende de impact van het fonds gelijk te houden. Een besparing op de kosten van 0.4% (3.8% voor de downside case scenario) zou in dit geval leiden tot een reëel revolverend fonds.

Om onder de aannames van het base case scenario tot een nominaal rendement van 2% (en dus een reëel rendement van 0%) te komen zouden de beheerskosten naar een niveau van 2.6% van de fondsomvang moeten dalen.

Tenslotte is nog gekeken naar het rendement wanneer de aannames gelijk worden gesteld aan de performance van de laatste 4 jaar. De gemiddelde bruto return over de laatste 4 jaar is 5,9% geweest (zie hoofdstuk 8). Dit wordt dan de aanname voor het rendement op zowel de leningen als het eigen vermogen. De beheerskostenvergoeding blijft 3%. Het jaarlijks rendement zou dan 2.9% zijn, waarmee het fonds reëel revolverend zou zijn.

De volgende stap in de analyse betreft de analyse naar wat de aanvankelijke fondsomvang in de diverse scenario's zou moeten zijn, gegeven het gewenste investeringsniveau (van EUR 66.5 miljoen in 2021) waarbij het fonds zelfstandig functioneert. Wij hebben hierbij drie niveaus van schuld/eigen vermogen geanalyseerd, omdat de aard van deze producten behoorlijk invloed heeft op het revolverend karakter van het fonds. De resultaten van de analyse staan weergegeven in tabel 9.6

Tabel 9.6: Jaarlijkse noodzakelijke fondsomvang (in mln EUR)

<b>Debt/equity verhouding</b>	<b>Downside</b>	<b>Base case</b>	<b>Upside</b>
-------------------------------	-----------------	------------------	---------------



80/20	460	281	217
60/40	491	300	229
40/60	528	324	245

In het upside scenario (waarbij er dus grotere rendementen worden behaald, en voor het eigen vermogen de doorlooptijd korter is) kan (ongeacht de kapitaalstructuur) worden volstaan met een kleiner fonds dan nu het geval is.

Indien we uitgaan van een downside scenario dient het fonds, afhankelijk van de vermogensstructuur, behoorlijk vergroot te worden om de investering van 66.5 mln in 2021 plaats te kunnen laten vinden. In het geval er voor 60% in eigen vermogen zou worden geïnvesteerd, dient het fonds zelfs een omvang van ruim EUR 528 miljoen te hebben. De toename in fondsgrootte wordt onder het downside scenario hoofdzakelijk benut om de jaarlijkse verliezen (-1.8%) en het verlies aan koopkracht (inflatie: 2%) te kunnen compenseren.

### **9.5. Conclusies en aanbevelingen**

Op basis van de aannames zoals geformuleerd in de subsidiebeschikking en de door FMO geformuleerde minimumrendementseisen is het MASSIF-fonds in het base case scenario niet reeël revolverend.

Als de vermogensstructuur gehandhaafd blijft op het huidige niveau, kan MASSIF jaarlijks 53,5 miljoen (+inflatiecorrectie) uitzetten mits de door ons gedefinieerde aannames uit de base case gehaald worden, en DGIS moet dan wel jaarlijks 0.4% bijstorten. Wanneer het economisch tij verslechtert, is al snel een groter fonds nodig om deze jaarlijkse investering te halen, en zal ook het jaarlijks verlies aangevuld moeten worden (omdat een fonds anders überhaupt niet revolverend kan zijn).

De fondsmanager van MASSIF heeft diverse mogelijkheden om het revolverende karakter van het fonds te beïnvloeden. Zo leiden kostenbesparingen ertoe dat jaarlijks meer geld geherinvesteerd kan worden. Een besparing op de beheerskosten tot 2.6% van de huidige fondsomvang is voldoende om het fonds reeël revolverend te laten functioneren. Een andere belangrijke keuze is de verhouding tussen schuld en eigen vermogen. Met investeringen in 'schuld' is het fonds sneller revolverend, omdat er jaarlijks een aflossing en rentebetaling plaatsvindt. Met investeringen in equity daarentegen kan de hoogte en het tijdstip van betaling niet exact bepaald worden.

De performance van het fonds kan verbeterd worden door een management fee af te spreken die in ieder geval is gemaximeerd (als een percentage van het fonds) om te voorkomen dat niet kan worden voldaan aan één van de belangrijkste uitgangspunten van MASSIF nl het revolverende karakter van het fonds.

Tenslotte wordt aanbevolen een beleid te ontwikkelen waarin duidelijk de omvang van de jaarlijkse uitzettingen wordt bepaald. Tevens zou dan kunnen worden bepaald wat de bijbehorende gewenste debt / equity verhouding is.

## **10. Sturingsmogelijkheden BZ**

### **TOR:**

*Zijn er voldoende mogelijkheden om te sturen voor het ministerie van BZ? Formeel en informeel?*

- *Geven het jaarplan en het jaarverslag voldoende aanknopingspunten voor het ministerie om te sturen?*
- *Zijn er informele mogelijkheden om te sturen? Zo ja welke?*



De centrale vraag die in dit hoofdstuk wordt behandeld is of er voor het ministerie van Buitenlandse Zaken (DGIS) voldoende mogelijkheden voorhanden zijn – zowel in formele als in informele zin – om de uitvoering van MASSIF door FMO aan te sturen. Conform de *terms of reference* zal daarbij specifiek worden bezien of het jaarlijkse activiteitenplan en het jaarverslag van MASSIF voldoende aanknopingspunten bieden voor het ministerie om te sturen en er zal worden geïnventariseerd welke informele mogelijkheden er zijn om te sturen. De basis voor de behandeling van deze vragen wordt gevormd door een analyse van:

- de contractuele structuur en de formele mogelijkheden die hieruit voortvloeien om invloed uit te kunnen oefenen op het gevoerde beheer en beleid;
- het gevoerde formele overleg op basis van de (halfjaarlijkse) gespreksverslagen;
- wijzigingen in het gevoerde beleid als gevolg van informeel overleg of sturing door BZ;
- de rapportages van FMO aan BZ en een beoordeling van de toereikendheid van de rapportages ten behoeve van sturing door het ministerie.

De analyse is vervolgens mede gebaseerd op interviews met beide partijen over de frequentie, kwaliteit en uitkomsten van het diverse formele en informele overleg.

### **10.1. Analyse (formele) sturingsmogelijkheden**

De formele sturingsinstrumenten waarover BZ de beschikking heeft, zijn met name vastgelegd in de *subsidiebeschikking* (inclusief bijlagen, getekend op 30 augustus 2006) en de *uitvoeringsovereenkomst MASSIF* (eveneens getekend op 30 augustus 2006) waarin de eerstgenoemde beschikking nader is uitgewerkt. Op basis van de subsidiebeschikking (die formeel loopt over een tijdvak van 1 januari 2006 tot en met 31 december 2015) heeft de opdrachtgever de volgende mogelijkheden c.q. momenten voor sturing:

1. De subsidieontvanger moet uiterlijk vier weken voor het jaareinde een *activiteitenplan* (incl. benodigde personele en materiële middelen en doelstellingen) en een (sluitende) *begroting* indienen. Zowel activiteitenplan als begroting behoeven goedkeuring van de minister en deze wordt geacht te zijn gegeven indien de minister beide stukken niet binnen acht weken na ontvangst heeft goedgekeurd.
2. De beschikbaarstelling van middelen door de subsidieverlener geschiedt bij wijze van voorschot in termijnen tegen overlegging van betaalafroepen op basis van door de subsidieontvanger aangegeven liquiditeitsbehoefte. Voorwaarde voor de betaling is de tijdige ontvangst van de inhoudelijke en financiële rapportages.
3. De subsidieontvanger verzoekt de minister tot vaststelling van de subsidie en van de waarde van de uitstaande financieringsportefeuille. Na vaststelling van de subsidie zal de minister de ontvanger binnen drie maanden een aanwijzing geven tot overdracht van (een deel van) de financieringsportefeuille aan een door de minister aan te wijzen partij.
4. De minister neemt het initiatief tot overleg met de subsidieontvanger indien deze van mening is dat door een specifieke invulling van het activiteitenplan, of door gewijzigde omstandigheden, de financiering van een activiteit in strijd is met het



buitenlandse beleid. De minister kan op basis van dit overleg nadere schriftelijke aanwijzingen voor het activiteitenplan geven.

5. De minister heeft te allen tijde de mogelijkheid tot het instellen van een nader onderzoek naar de in het kader van de beschikking uitgevoerde activiteiten (inclusief rapportages en financiële administratie) indien daartoe uit het oogpunt van toezicht aanleiding bestaat.
6. De minister heeft de mogelijkheid – na nader overleg met de ontvanger – tot het intrekken of wijzigen van de subsidiebeschikking en kan de subsidie lager vaststellen of de betaling van termijnen opschorten (dan wel overgemaakte gelden geheel of gedeeltelijk terugvorderen) indien de subsidieontvanger verplichtingen niet of niet tijdig nakomt, middelen aan een ander doel besteed dan waarvoor deze aan hem ter beschikking zijn gesteld of dat er medefinanciering heeft plaatsgevonden die niet aan de minister bekend was en waarvan de gevolgen niet voor de begroting zijn goedgekeurd.

Op basis van de uitvoeringsovereenkomst MASSIF heeft het ministerie een aantal aanvullende c.q. nader uitgewerkte formele sturingsinstrumenten:

- Het *Plan van Aanpak*, gehecht aan de ingediende subsidieaanvraag (d.d. 2/12/2005) en de subsidiebeschikking. Hierin zijn de doelstellingen, activiteiten, instrumenten, middelen (incl. matchingsverplichting en afspraken over overname van projecten door FMO-A) van MASSIF nader vastgelegd. Het plan van aanpak bevat de inhoudelijke criteria voor de beoordeling (en daarmee sturing) van de efficiency, effectiviteit en relevantie van de uitvoering van de activiteiten door de uitvoerder. Het plan van aanpak bevat daarnaast meer algemene, beleidsmatige beoordelingscriteria (o.a. milieu, MVO, sociaal) waaraan investeringen worden beoordeeld. Op basis van de uitvoeringsovereenkomst kan het plan van aanpak worden aangepast of nader worden ingevuld. Een dergelijk besluit moet schriftelijk worden voorgelegd en de minister beslist binnen 8 weken na indiening. Indien niet binnen de termijn is gereageerd wordt het voorstel geacht te zijn goedgekeurd.
- De uitvoerder dient halfjaarlijks een inhoudelijke en financiële verantwoording schriftelijk voor te leggen aan de minister volgens een vaste rapportagestructuur. De rapportage moet de minister inzicht bieden in de efficiency, effectiviteit en relevantie van de uitvoering van de activiteiten. De financiële verantwoording bevat een overzicht van door FMO geraamde en gerealiseerde inkomsten en uitgaven en een overzicht van de door de minister verstrekte voorschotten. De financiële rapportage dient vergezeld te gaan van een accountantsverklaring, opgesteld volgens een overeengekomen controleprotocol.
- Partijen zullen – conform de overeengekomen rapportagekalender – periodiek (3x per jaar) overleg voeren over het in te dienen activiteitenplan (+ begroting), het jaarrapport en het halfjaarrapport (met daarin een raming van de voorziene middelenuitputting).
- Vijf jaar na de inwerkingtreding van de subsidiebeschikking (en iedere vijf jaar daarna) dient er een externe evaluatie plaats te vinden. Binnen zes weken na de presentatie van het finale evaluatierapport (of zes maanden na afloop van het



subsidieverleningstijdvak) dient FMO een verzoek in tot vaststelling van het subsidiebedrag. Het verzoek gaat vergezeld van de uitkomsten van de evaluaties, het commentaar daarop van FMO en een financiële verantwoording en waardebeoordeling van de geëvalueerde portefeuille (vergezeld van een accountantsverklaring).

- Partijen zullen iedere twee jaar de overeengekomen vergoeding voor beheerskosten beoordelen en waar nodig deze aanpassen. In het Plan van Aanpak is hierover nader vastgelegd dat er specifiek overleg plaatsvindt over de feitelijk ontvangen vergoeding en de feitelijk gemaakte kosten en dat er – op basis van enkele vastgelegde overwegingen en methoden – kan worden besloten tot een aanpassing van de vergoeding.
- Nederlands recht is van toepassing op de overeenkomst en geschillen zullen worden voorgelegd aan de bevoegde rechter in Den Haag.

Op basis van de subsidiebeschikking en/of uitvoeringsovereenkomst kan worden vastgesteld dat het ministerie beschikt over een divers aantal instrumenten om formeel sturing uit te oefenen op de uitvoering van MASSIF door FMO. In de praktijk zijn de mogelijkheden voor aansturing door het toepassen van formele sturingsinstrumenten beperkt en veelal niet de aangewezen methode om vanuit de overheid (pro)actief de uitvoering van het fonds aan te sturen. Formele instrumenten zijn meer geschikt voor situaties waarin uiteindelijk geen overeenstemming kan worden bereikt en door de opdrachtgever afspraken moeten worden afgedwongen. Bij de beoordeling of hiermee voldoende sturingsmogelijkheden voorhanden zijn is ook van belang om mee te wegen dat – zoals expliciet vastgelegd in het plan van aanpak – MASSIF functioneert binnen de kaders van de 'Overeenkomst Staat – FMO' (d.d. 16/11/1998). Deze inbedding van MASSIF in het FMO-bedrijf komt o.a. tot uitdrukking in de (proces)afspraken om MASSIF-klienten te behandelen als reguliere klienten en MASSIF integraal onderdeel te maken van de jaarlijkse budget- en begrotingsafspraken met de Raad van Commissarissen.

Deze inbedding in het FMO-bedrijf zou de mogelijkheid kunnen openen om het reilen en zeilen van het fondsenbedrijf, en meer specifiek MASSIF, ook aan de orde te stellen in breder (formeel en informeel) overleg (zoals het beleidsoverleg of het gebruikelijke overleg tussen de minister en directie van FMO) dat bestaat voor het 'onderhouden' van de relatie tussen de Staat en FMO. Tegelijkertijd vormt de bijzondere 'corporate governance' structuur, die gekenmerkt wordt door een relatief grote afstand tussen de Staat als grootaandeelhouder en bestuur van FMO, mogelijk een natuurlijke rem voor het ministerie (BZ) om al (te) sturend op te treden.



## **10.2. Toepassing sturing door BZ**

Het reguliere fondsenoverleg – vastgelegd in de uitvoeringsovereenkomst – is formeel de belangrijkste gelegenheid waarop BZ ‘tijdens de rit’ de uitvoering van MASSIF kan aansturen. Conform de (oorspronkelijk) overeengekomen rapportagekalender wordt in het begin van het jaar overleg gevoerd over het ingediende activiteitenplan (+ begroting). In het voorjaar wordt met name overleg gevoerd over het jaarverslag en de bereikte resultaten en na de zomer volgt overleg over het halfjaarrapport waarin een raming van de voorziene middelenuitputting is opgenomen. De belangrijkste bronnen voor beoordeling van de aansturing van MASSIF door BZ via het fondsenoverleg vormen de schriftelijke verslagen van het fondsenoverleg en gesprekken met betrokkenen over frequentie, kwaliteit en resultaten van dit overleg.

Sinds de start van MASSIF in 2006 is het fondsenoverleg 10x bijeen geweest (3x in 2006 en 2007 en 2x in 2008 en 2009; in 2010 is het eerste fondsenoverleg gepland op 15 juni 2010) waarbij moet worden aangetekend dat tijdens het fondsenoverleg niet alleen MASSIF wordt besproken, maar dat alle fondsen die FMO namens de Staat in beheer heeft (met name het LDC-infrastructuurfonds, het ‘Access to Energy Fund’ en het CD-programma) onderwerp van gesprek zijn. Onder voorzitterschap van de directeur Financial Institutions van FMO (sinds 2008; daarvoor werd het fondsenoverleg voorgezeten door een lid van de FMO directie) bespreekt een delegatie van de directie DDE (plv. directeur en de direct betrokken beleidsambtenaren) van het ministerie samen met de betrokken programmamanagers van FMO relevante beleids- en beheersissues die spelen bij de verschillende fondsen.

Vanaf 2008 is op verzoek van BZ de frequentie van het fondsenoverleg teruggebracht van 3 naar 2x per jaar en zijn gelijktijdig ook de halfjaarrapportages afgeschaft. De belangrijkste reden voor het ministerie om de frequentie en rapportagelast terug te brengen is de beperkte (personele) capaciteit bij DDE. Tijdens gesprekken met vertegenwoordigers van DDE kwam naar voren dat het ministerie relatief minder gewicht hecht aan het fondsenoverleg, mede omdat naar eigen zeggen er beleidsinhoudelijk geen grote meningsverschillen zijn over de uitvoering van MASSIF en er voldoende informele momenten zijn (gemiddeld 2x per maand tussen de programmamanager en de eerstverantwoordelijke beleidsmedewerker) waarop onderling de gang van zaken bij het fonds wordt gesproken. Tekenend voor deze ontwikkeling is het feit dat het laatste fondsenoverleg meer dan een jaar geleden heeft plaatsgevonden (4 juni 2009). Tijdens het halfjaarlijkse beleidsoverleg tussen FMO en de Staat komt het fondsenbedrijf niet of nauwelijks aan de orde. Tijdens dit overleg is ook het ministerie van Financiën aanwezig, hetgeen de reden zou zijn om het fondsenbedrijf hierin niet aan de orde te stellen. Van de zijde van FMO wordt benadrukt juist (meer) behoefte te hebben aan een gestructureerd en (inhoudelijk) fondsenoverleg en twee bijeenkomsten per jaar is voor FMO een minimum om relevante zaken af te stemmen en beleidsinhoudelijke ontwikkelingen te bespreken. Het frequente – positief ervaren – informele overleg blijft volgens FMO beperkt tot operationele aspecten en afstemming over individuele transacties.

Beide partijen geven aan dat het karakter van het fondsenoverleg de laatste drie jaar zakelijker is geworden. Met name het ministerie stelt zich zakelijker op en beschouwt FMO steeds meer als één van de uitvoerders van door het ministerie uitbestede programma's. Als gevolg hiervan wordt o.a. ten aanzien van beheerskosten de





uitvoering door FMO steeds meer vergeleken met de kostenstructuur van andere uitvoerders. Erkend wordt dat deze ontwikkeling niet losgezien kan worden van een bredere (politieke) ontwikkeling waarbij de uitgaven op het terrein van ontwikkelingssamenwerking – mede door noodzakelijke bezuinigingen – kritischer worden bekeken en meer nadruk ligt op verantwoording over de uitkomsten van het beleid. FMO afficheert zich tegelijkertijd als een ‘eigenwijze’ uitvoerder, hetgeen door het ministerie ook zo wordt ervaren. Volgens FMO speelt hier mee dat het ministerie vooral gewend is samen te werken met partijen die sterk afhankelijk zijn van haar financiering en dat deze derhalve sneller inspringen op politiek wenselijke geachte wijzigingen in het beleid. Als voorbeeld wordt hier de discussie over het landenbeleid genoemd waarbij FMO zich veel minder (en minder snel) heeft geconfirmeerd aan het nieuwe landenbeleid van de minister voor OS. Cruciaal aspect voor FMO is dat door de inbedding van MASSIF in het FMO bedrijf (‘de klant ziet geen verschil tussen FMO-A en het fondsenbedrijf’) ook haar eigen reputatie op het spel staat. Dit aspect speelt in de discussie rond de wens van het ministerie om bij ‘origination’ van MASSIF- transacties meer samen te werken met derde partijen en daarbij meer risicovolle investeringen op te zoeken.

Van de zijde van het ministerie wordt enigszins ruimte gelaten voor een ‘eigenwijze’ opstelling van FMO als uitvoerder. Dit past in de traditie van het sturingsmodel dat de Staat voor FMO als geheel hanteert en waarbij beide partijen ervan zijn doordrongen dat de relatief grote afstand tot de Staat (als aandeelhouder) een groot goed is en waarbij deskundigheid FMO op het terrein van financiële sectorontwikkeling ten dienste staat van het ministerie. Kenmerkend is dat de mogelijkheid van het ministerie om eenzijdig de subsidiebeschikking aan te passen zeer terughoudend wordt toegepast<sup>104</sup> en dat de door het ministerie gewenste werkwijze vooral gebaseerd is op het nemen van beslissingen in goed overleg. Tegelijkertijd geeft het ministerie in toenemende mate aan dat er ‘grenzen zijn aan de eigenwijsheid’. Een voorbeeld dat wordt genoemd is de aandacht die in MASSIF wordt besteed aan ‘housing’, één van de speerpuntsectoren van FMO. Hierover is volgens het ministerie niet of nauwelijks overlegd en is de stelling ‘als FMO een bepaalde richting op gaat, het niet altijd de bedoeling is dat het fondsenbedrijf eenzelfde richting op gaat’ van toepassing. Bij FMO is er wel sprake van een groeiend besef dat het bij het fondsenbedrijf gaat om geld van het ministerie en dat FMO zich meer bewust dient te worden van haar positie als uitvoerder.

Over de mate van inhoudelijkheid van het overleg zijn de percepties enigszins verschillend. Het beeld dat sterk bij FMO leeft is dat er onvoldoende inhoudelijk overleg wordt gevoerd en dat het ministerie onvoldoende feedback geeft over hetgeen ze met MASSIF wil bereiken. Een dergelijke discussie heeft wel plaatsgevonden bij de start van het programma, maar is volgens FMO daarna onvoldoende aan bod gekomen, zowel in formeel als informeel overleg. Bij het ministerie leeft daarentegen het beeld dat meermaals is aangegeven dat MASSIF met name een bijdrage dient te leveren inzake het behalen van de MDG’s en armoedebestrijding in het bijzonder. Beide partijen erkennen dat er als gevolg van de moeizame en aanhoudende discussie over de beheerskosten van het fondsenbedrijf (te) weinig tijd is voor een goed gestructureerde beleidsinhoudelijke discussie en dat in enige mate de vertrouwensrelatie tussen FMO en het ministerie wordt belast. De behoefte bestaat bij FMO dat het ministerie als

<sup>104</sup> De uitzondering betreft een aanpassing van de beheerskostenvergoeding op het punt van de ingebouwde mogelijkheid van een ‘upside’ voor de uitvoerder die zich volgens BZ niet goed verhoudt tot het specifieke karakter van een subsidieregeling.



opdrachtgever zich sterker opstelt als sparring partner over met name de richting van het investeringsbeleid en de te bereiken resultaten van MASSIF. De discussie over de beheerskosten wordt met name gevoerd omdat het ministerie van mening is dat de uitvoerder nog steeds onvoldoende inzicht geeft in de werkelijke beheerskosten voor het fondsenbedrijf. Op het terrein van beheerskosten is het ministerie over de jaren steeds dwingender gaan optreden. De analyse van de verslagen van het fondsenoverleg bevestigt dat in toenemende mate de aandacht uitgaat naar beheersaspecten van het fondsenbedrijf en MASSIF in het bijzonder.

Het ministerie is daarentegen van mening dat FMO als uitvoerder onvoldoende systematisch en consistent rapporteert over met name de additionaliteit en 'outcome' van MASSIF. Op basis van de bestaande rapportages en verslagen is het onvoldoende mogelijk een goed beleidsinhoudelijk oordeel te vellen over de ontwikkelingsrelevantie van MASSIF en mede als gevolg hiervan schiet volgens het ministerie ook de inhoudelijke discussie tekort. Daarbij moet worden meegewogen dat voor het ministerie de politieke druk is toegenomen om aan te geven wat de concrete resultaten zijn van het gevoerde OS-beleid. De discussie over gender wordt genoemd als een concreet voorbeeld waar FMO volgens het ministerie onvoldoende thuis geeft. FMO, is daarentegen van mening dat – hoewel voor verbetering vatbaar – haar rapportages voldoende handvatten geven voor een inhoudelijk oordeel. Mogelijk zouden geregelder individuele cases kunnen uitgewerkt en/of BZ-medewerkers mee naar klanten worden genomen ('seeing is believing').

Beide partijen erkennen dat mogelijk een verschil in beeld wat ontwikkelingsrelevantie voor hen betekent, leidt tot verschil in beoordeling over de resultaten van MASSIF. In het perspectief van FMO ('private sectorontwikkeling = lokale economische groei, aangejaagd door een gezonde – winstgevende – ontwikkeling van de financiële sector') is rendement onlosmakelijk verbonden met het ontwikkelingsrelevante en katalyserende karakter van het MASSIF-fonds. In deze zin is een subsidie niet het meest geëigende instrument voor het bevorderen van private sectorontwikkeling. In de denkwereld van BZ staat sturing op ontwikkelingsrelevantie centraal en is het nemen van meer risicovolle – en in dit perspectief meer ontwikkelingsrelevante – investeringen belangrijker dan het realiseren van een voor de continuïteit van het fonds noodzakelijk rendement. Meer in algemene zin is het ministerie voorstander van een meer extensieve wijze van inhoudelijke aansturing waarbij wijzigingen 'tijdens de rit' zoveel mogelijk worden beperkt. De evaluatie is in dat opzicht voor het ministerie het meest geëigende moment om op basis van een inhoudelijk oordeel door een externe partij inhoudelijk het programma bij te sturen (en daarvoor de subsidiebeschikking en/of het plan van aanpak aan te passen).

Kritisch aandachtspunt is de continuïteit van de aansturing en mate waarin kennis van financiële sectorontwikkeling en financiële instellingen aanwezig is bij de opdrachtgever. De kwaliteit van de aansturing is mede afhankelijk van de mate waarin aan beide aspecten wordt voldaan. Voor een programma als MASSIF – waar de gemiddelde lening bijna 7 jaar loopt en de gemiddelde relatie 15 tot 20 jaar – is continuïteit in beleid van groot belang. Naar oordeel van FMO is het, op basis van het huidige personeelsbeleid van BZ, geen sinecure om bij steeds roulerende beleidsmedewerkers kennis op te bouwen c.q. te behouden en voldoende te spreiden in het ministerie. Feitelijk is sinds de start van de uitvoering in 2006 de (operationele) aansturing door drie verschillende medewerkers verricht. Volgens de uitvoerder leidt dit tot een situatie waarbij met name



in de beginperiode de nodige fricties en miscommunicaties optreden, welke overigens gaandeweg (als de kennis wordt opgebouwd) afnemen.

Meer in algemene zin is de uitvoerder van mening dat het ministerie over onvoldoende financiële kennis beschikt om op financieel/beheertechnisch terrein een evenwichtig oordeel te kunnen vellen en dat hierdoor de aansturing op beheersmatige aspecten soms te kort schiet. Als voorbeeld worden de discussies over het inbrengen van 'leverage' in het MASSIF-fonds en over de beheerskosten genoemd. Het ministerie erkent weliswaar dat kennis soms tekort schiet en dat er mogelijk onvoldoende begrip is over het functioneren van een bank. Tegelijkertijd wordt door het ministerie aangegeven dat op deze specifieke terreinen het ontbreken van kennis niet zozeer het probleem is, maar dat er soms sprake is van een frictie tussen het strikte begrotingsstelsel waarmee het ministerie moet werken en een meer bancaire/zakelijke aanpak die uit investeringsperspectief wenselijk kan zijn. Bovendien heeft het ministerie bij de beoordeling van de beheerskosten er expliciet voor gekozen om de kostenstructuur van FMO sterker te baseren op werkelijk gemaakte kosten en deze te vergelijken met die van andere uitvoerders (en niet die van andere financiële instellingen of investeringsfondsen).

### **10.3. Conclusies en aanbevelingen**

#### *Conclusies*

- I. Het ministerie heeft op basis van de subsidiebeschikking en de uitvoeringsovereenkomst voldoende mogelijkheden voorhanden om in formele zin de uitvoering van MASSIF aan te sturen. Tegelijkertijd is het ministerie vrij terughoudend met het eenzijdig inzetten van haar bevoegdheden om (inhoudelijke) beleidswijzigingen door te voeren en worden beslissingen waar mogelijk genomen op basis van goed overleg. Deze benadering past in de traditie van het sturingsmodel dat de Staat voor FMO als geheel hanteert en waarbij beide partijen ervan zijn doordrongen dat de relatief grote afstand tot de Staat (als aandeelhouder) een groot goed is en waarbij deskundigheid van FMO op het terrein van financiële sectorontwikkeling ten dienste staat van het ministerie.
- II. Het reguliere fondsenoverleg is formeel de meest voor de hand liggende gelegenheid waar BZ de uitvoering van MASSIF kan aansturen. Het gewicht dat het ministerie aan het fondsenoverleg hecht lijkt echter beperkt, hetgeen vooral ingegeven lijkt te zijn door de beperkte (personele) capaciteit bij het ministerie. Op verzoek van BZ is de frequentie van het overleg teruggebracht (van 3 naar 2x per jaar) en zijn ook de halfjaarrapportages afgeschaft. Tekenend is ook dat het laatste fondsenoverleg meer dan een jaar geleden heeft plaatsgevonden. Hierdoor bestaat de kans dat het fondsenoverleg onvoldoende wordt gebruikt als sturingsinstrument. Bij de uitvoerder bestaat juist de behoefte aan een gestructureerd en inhoudelijk beleidsoverleg om relevante zaken af te stemmen en beleidsinhoudelijke ontwikkelingen te bespreken.
- III. Er vindt frequent informeel overleg plaats over diverse operationele en beheertechnische zaken. Het inhoudelijke overleg blijft meestentijds beperkt tot overleg tussen de direct betrokkenen (programmamanager en



- eerstverantwoordelijke BZ beleidsmedewerker) over individuele investeringstransacties en beide partijen zijn relatief tevreden over frequentie en niveau van dit overleg. Tegelijkertijd is er op een hoger dan wel meer generiek niveau niet of nauwelijks informeel overleg over beleidsinhoudelijke onderwerpen. Slechts één maal (in 2008) is er een informele bijeenkomst georganiseerd waar de toekomst van het fondsenbedrijf aan de orde is gekomen.
- IV. Het karakter van de aansturing door het ministerie is met name op het terrein van beheer en beheerskosten ‘gaandeweg de rit’ steeds zakelijker geworden. Het ministerie beschouwt – door politieke druk om uitgaven beter te verantwoorden – FMO steeds meer als één van de uitvoerders van door haar uitbestede programma’s. Als gevolg hiervan worden de beheerskosten van FMO voor de uitvoering van het fondsenbedrijf c.q. MASSIF steeds meer vergeleken met de kostenstructuur van andere – niet financiële – uitvoerders. De ruimte voor FMO als ‘eigenzinnige’ uitvoerder neemt hierdoor af.
  - V. Door de moeizame en aanhoudende discussie over de beheerskosten – een terrein waarop BZ steeds dwingender is gaan sturen – is er te weinig tijd voor een goede beleidsinhoudelijke discussie over hetgeen beide partijen met MASSIF willen bereiken. Een dergelijke discussie heeft wel plaatsgevonden bij de start van het programma. Beide partijen zouden elkaar op beleidsinhoudelijke onderwerpen ook gaandeweg de rit meer als *sparring partner* willen zien functioneren. In algemene zin is het ministerie wel sterker dan FMO voorstander van een extensieve wijze van inhoudelijke aansturing. Voor BZ is de evaluatie het meest geëigende moment om het programma inhoudelijk bij te sturen.
  - VI. Het ministerie is de laatste twee jaar in toenemende mate ontevreden over de wijze waarop de uitvoerder rapporteert over de additionaliteit en ‘*outcome*’ van MASSIF-investeringen en is van mening dat het hierdoor onvoldoende mogelijk is om over de ontwikkelingsrelevantie van MASSIF een inhoudelijk oordeel te vellen. FMO is daarentegen van oordeel dat – hoewel voor verbetering vatbaar – de rapportages voldoende houvast bieden. Beide partijen erkennen dat mogelijk een verschil in beeld over wat ontwikkelingsrelevantie voor hen betekent, leidt tot verschil in beoordeling. In het perspectief van FMO is rendement onlosmakelijk verbonden met het katalyserende en het ontwikkelingsrelevante karakter van MASSIF, terwijl BZ beleidsinhoudelijk vooral stuurt op ontwikkelingsrelevantie en een veel lagere prioriteit aan een voor de continuïteit voldoende niveau van rendement lijkt toe te kennen.
  - VII. Een kritisch aandachtspunt is de continuïteit en mate waarin kennis van financiële sectorontwikkeling en financiële instellingen aanwezig is bij de opdrachtgever. Dit aspect is van belang om als professionele gespreks- en onderhandelingspartner te kunnen fungeren. De kwaliteit van aansturing is hiervan mede afhankelijk. Dit punt werd onderkend in interviews met diverse vertegenwoordigers van zowel de opdrachtgever als de uitvoerder. Het huidige personeelsbeleid van het ministerie, met roulerende, generiek opgeleide beleidsmedewerkers, biedt voor dit specifieke, financieel-technische terrein onvoldoende waarborg voor een professionele aansturing.
  - VIII. De opdrachtgever beschikt over beperkte kennis over het functioneren van een bancaire instelling waardoor mogelijk de aansturing op beheer technisch terrein



niet altijd als evenwichtig kan worden beoordeeld. Het aanhouden van de discussie over de beheerskosten bergt het gevaar in zich dat de vertrouwensrelatie tussen beide partijen in enige mate wordt aangetast. Tegelijkertijd zijn er ingebouwde ‘natuurlijke’ spanningen tussen het strikte begrotingssysteem waarmee het ministerie moet werken en een meer bancaire/zakelijke aanpak die uit investeringsoogpunt wenselijk kan zijn.

### *Aanbevelingen*

- I. Het reguliere fondsenoverleg is de meest voor de hand liggende gelegenheid om beleidsinhoudelijk het programma aan te sturen. Het is van belang om de frequentie van 2x per jaar vast te houden en het verdient aanbeveling om daarnaast 1x per jaar, een informele sessie te houden die in het teken staat van de vraag wat BZ wil bereiken met het fondsenbedrijf en MASSIF in het bijzonder. Met het oog op het opstellen van de jaarplannen verdient het de voorkeur deze bijeenkomst in het najaar te plannen.
- II. Het verdient aanbeveling om de betrokkenheid van zowel het management van FMO als de directie DDE bij het fondsenbedrijf te versterken door directeuren van beiden te laten deelnemen aan het fondsenoverleg. Gezien het belang van additionaliteit en versterking van het onderscheidende profiel van MASSIF-investeringen ligt het voor de hand dat FMO's *chief investment officer* – net als in het verleden – bij dit overleg aanwezig is en dat zodoende gewaarborgd is dat afspraken over het fondsenbedrijf passen binnen de bredere relatie tussen FMO en de Staat.
- III. Voor een goede inhoudelijke aansturing is het van essentieel belang dat continuïteit van aansturing en aanwezige kennis van financiële sectorontwikkeling en financiële instellingen bij de opdrachtgever voldoende geborgd zijn. Hier ligt een inspanningsverplichting bij de opdrachtgever om op afzienbare termijn het relevante kennisniveau binnen de eigen organisatie te verhogen en deze middels een doordacht personeelsbeleid voor langere tijd te behouden.
- IV. De uitvoerder dient met voorrang de rapportage over de ‘outcome’ van MASSIF en de additionaliteit van investeringen beter af te stemmen op de behoeften van het ministerie, zodat het vertrouwen in het systeem van FMO om voldoende ontwikkelingsrelevante resultaten te behalen wordt vergroot en zodoende het ontwikkelingsrelevante karakter van MASSIF ook in breder (politiek) kader hard te kunnen maken.
- V. Rekening houdend met de maatschappelijke discussie over de relevantie van ontwikkelingsgelden en besteding van middelen, verdient de aanbeveling om transparantie van het fonds te vergroten en een voor externe doeleinden te gebruiken jaarverslag van MASSIF te publiceren, al dan niet gecombineerd met de overige overheidsfondsen. Dit sluit ook aan op de wens van enkele marktpartijen om de werking van MASSIF en haar werkgebied inzichtelijk te maken.



- VI. Gezien de vrij extensieve wijze van aansturing van MASSIF door de opdrachtgever – hetgeen in lijn is met het op relatieve afstand van de overheid staande karakter van het fonds – verdient het aanbeveling om het moment van de evaluatie en de uitkomsten hiervan te gebruiken om een (herzien) plan van aanpak op te stellen waarin nieuwe beleidsuitgangspunten van de opdrachtgever tot hun recht kunnen komen. Op basis van dit plan van aanpak kan vervolgens een nieuwe subsidiebeschikking en daarop aangepaste uitvoeringsovereenkomst worden opgesteld.



## Bronnen:

- Ayyagari, M. (2006), How Important are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment, Policy Research Working Paper Series 3820, The World Bank
- Bakhtiari, S. (2006). Microfinance and Poverty Reduction: Some International Evidence
- Beck, T., Demirgüç, A & Levine, R. (2004). Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence. NBER Working Papers, 10979.
- Beck, T. &, Demirgüç-Kunt, A. (2008). Access to Finance: An Unfinished Agenda
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2005). SMEs, Growth and Poverty, NBER Working Paper 11224, National Bureau of Economic Research
- BZ, Notitie financiële sector ontwikkeling - toegang tot financiële diensten voor effectieve armoedebestrijding
- Claessen & Feijen, (2006) Financial Sector Development and the Millennium Development Goals,; The World Bank;
- Cook, T. & Latotue, A. (2005). Reaching the MDG's: A Concrete Look at the Challenge of More Effective Aid (Not Just More Aid) By Tamara Cook, Microfinance Specialist, and Alexia Latortue, Senior Microfinance Specialist, CGAP
- CGAP (2002); Microfinance and Millennium Development Goals CGAP, Donor Brief 9
- CGAP(2003), Is microfinance an effective strategy to reach the Millennium development goals? CGAP Focus Note 24,p 9
- CGAP(2006), CGAP IFI Survey 2006 Reille, Xavier, Hannah Seidek, and Nicole Pasricha.. CGAP: Washington, D.C, pages 8
- CGAP(2003), Microfinance means financial services for the poor, CGAP, Donor Brief No 11, March 2003, 2p
- CGAP(2007), Beyond good Intentions: Measuring the Social Performance of Microfinance Institutions, CGAP, Focus Note 41, May 2007
- Chen, G., Rasmussen, S. & Reille,X(2010) .Growth and Vulnerabilities in Microfinance, 2010, CGAP Focus Note 61
- Cook, T. & Latotue, A. (2005). Reaching the MDG's.
- Dewey D., Neisa S(2009),, MFI's Social Performance Mapping and the Relationship between Financial and Social Performance- Evidences against the Trade-Off Theory, David Dewey and Sandra Neisa, INCOFIN- BRS, September 2009, 12p
- Greeley, M. (2006). Microfinance Impact and the MDG's : The Challenge of Scaling Up, p. 15
- Grettve,(2007) Review of Development Effectiveness Measuring and Reporting in IFC and its Comparator Organizations, Report by Anders Grettve, Consultant, June 2007, 34 p
- Honohan, Beck (2007), Making Finance Work for Africa, World Bank
- Hernandez L.Development Impact of Housing Investment and Housing Affordability”, FMO, (unpublished)



- IEG-IFC, (2008), Financing Micro, Small and Medium Enterprises: An Independent Evaluation of IFC's Experience with Financial Intermediaries in Frontier Countries, IFC
- IFC(2009), Housing Finance”, IFC Bulletin No 31, July 2009, p 97- 110,
- Levine, R. (2004). Finance and Growth: Theory and Evidence. NBER Working Paper No. 10766, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Available: [www.nber.org/papers/w10766](http://www.nber.org/papers/w10766).
- Meesters, Aljar & Lensink, Robert & Hermes, Niels, (2008). “Outreach and efficiency of microfinance institutions” research report, RUG
- Makina D. & Malobola L(2004), Impact assessment of microfinance programmes, including lessons from Khula Enterprise Finance, Development Southern Africa Vol. 21, No. 5, December 2004, p 802
- Microrate (2007), Role Reversal - Are Public Development Institutions Crowding Out Private Investment in Microfinance, MF Insights, February 2007, p 4 die citeert: MicroRate. Microfinance Investment Vehicles: An Emerging Asset Class. MicroRate, Arlington, VA: 2006, page 2
- Murdoch, J. (2002). Analysis of the Effects of Microfinance on Poverty Reduction: Overview
- SEAF (2007)From Poverty to Prosperity: Understanding the Impact of Investing in Small and Medium Enterprises – Data Survey and Case Study Analysis of SEAF Investments, SEAF- Washington, October ,p 68
- Rahman K.K. , Development of housing finance and its impact on socio-economic uplift in the emerging economy in Bangladesh”, IFC Bulletin No 31
- Stuart Rutherford (2001),The Poor and Their Money, Oxford University Press  
[http://www.microfinancegateway.org/resource\\_centers/savings/experts/\\_asktheexpertsno1](http://www.microfinancegateway.org/resource_centers/savings/experts/_asktheexpertsno1)
- Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine (2009) Financial Institutions and Markets across Countries and over Time: The Updated Financial Development and Structure Database, World Bank
- UN –Habitat, Twenty First Session of the Governing Council, 16-20 April 2007 Sustainable Urbanization: Local action for urban poverty reduction, emphasis on finance and planning
- Weiss Kirsten(2008), The Microfinance evolution towards MSMF lending – Lessons from Pakistan , Shorebank International Ltd (SBI) under the USAID- funded Widening Harmonized Access to Microfinance project, 24 pages
- Women's World Banking(2008), Stemming the Tide of Mission Drift: Microfinance Transformations and the Double Bottom Line, WWB Focus Note, Christina Frank, Senior Associate, Capital Markets Group with contributions by Elizabeth Lynch, Louise Schneider-Moretto
- Zhuang, J., Gunatilake, H., Niimi, Y., Khan, M.E., Jiang, Y., Hasan, R., Khnor, N., Lagman-Martin, A.S., Bracey, D. & Hoang, B. (2009). Financial Sector Development, Economic Growth and Poverty Reduction. ADB Economics Working Paper Series No 173, October 2009





## ***Bijlage 1: Gebruikte afkortingen***

AEF	Access to Energy Fund
BZ	Ministerie van Buitenlandse Zaken
CD	Capacity Development
CG	Corporate Governance
CIP	Clearance in Principle
DII	Development Impact Indicator
EDFI	European Development Finance Institution
DFI	Development Finance Institution
DI	Development Impact
ECA	Europe & Central Asia
EDIS	Economic Development Impact Score
E&S	Environmental and social
ESDIS	Environment and Social Development Indicator Score
FI	Financial Institution
FMO	Netherlands Development Finance Company
FOM	Emerging Markets Fund
FSF	Financial Sustainability Factor
GDP	Gross Domestic Product
IC	Investment Committee
IFC	International Finance Corporation
IMR	Investment and Management Review
IO	Investment Officer
IRR	Internal Rates of Return
KYC	Know-Your Customer
LAC	Latin America & Caribbean
LDC	Less Developed Countries
LIC	Low Income Country
MDGs	Millennium Development Goals
MFI	Micro Finance Institution
MKB	Midden en klein bedrijf
NGO	Non-Governmental organisation
OSS	Operational Self-Sustainability
QI	Quantitative Indicator
RF/IF	Product Risk
RIF	Rural Impulse Fund
SME	Small and Medium Enterprises
TCX	The Currency Exchange Fund



## **Bijlage 2: Gebruikte documenten**

Ministerie van Buitenlandse Zaken / Directie Duurzame Economische ontwikkeling -  
Transfers FMO-MASSIF (31 mei 2010)

### (half-)jaarverslagen

- Geconsolideerde rapportage 2005 MASSIF
- Ontwikkelingswaarde 2005
- Annual report 2006 MASSIF
- Annual report 2007 MASSIF
- Annual report 2008 MASSIF
- Annual report 2009 MASSIF
- Halfjaarrapportage 2006 MASSIF
- Semi-annual report 2007
- Annual report 2008 Capacity Development fund (CD)
- Annual report 2009 Capacity Development fund (CD)

### Activiteitenplannen

- Activiteitenplan 2005 MASSIF
- Activiteitenplan 2006 MASSIF
- Activiteitenplan 2007 MASSIF
- Activiteitenplan 2008 MASSIF
- Activiteitenplan 2009 MASSIF
- Activiteitenplan 2010 MASSIF
- 

### Liquiditeitsdocumenten en uitbetalingsdocumenten

- Toelichting liquiditeitsoverzicht Q1 2006
- Toelichting liquiditeitsoverzicht H1 2006
- Toelichting liquiditeitsoverzicht Q3 2006
- Clarification liquidity report Q1 2007
- Clarification liquidity report Q3 2007
- Clarification liquidity report Q4 2007
- Clarification liquidity report Q1 2009
- Clarification liquidity report Q3 2009
- Clarification liquidity report Q4 2009
- Uitbetalingsverzoek Q1 2010

### Beleidsdocumenten

- Subsidiebeschikking MASSIF + bijlagen
- Addendum subsidiebeschikking 6 augustus 2009
- Investment criteria MASSIF version March 2010 (+ country list)
- Notitie financiële sector ontwikkeling - toegang tot financiële diensten voor effectieve armoedebestrijding
- Agri en ruraal bereik van FMO (februari 2010)
- Procedure for transfer of projects from MASSIF to FMO-A
- Briefwisseling beheerskostenvergoeding (14 april 2009, 1 maart 2010, 25 maart 2010)



#### FMO documenten

- Scorecard manual for financial institutions (january 2010)
- Scorecard manual for private equity funds (january 2010)
- FMO - Know Your Customer Policy
- FMO strategy 2009-2012
- Going for results in private sector development - FMO's 5th annual evaluation review (2006/2007)
- FMO's internal evaluations: Informing policy and strategy (may 2008)
- FMO annual evaluation review 2008/09 – Good times, bad times and development effectiveness (may 2009)
- PAR business plan 2009
- FMO exclusion list
- Memo updated liquidity situation MASSIF & LDC funds and revised procedure for transfer of MASSIF projects to FMO-A as agreed by IMR
- Distinction FMO A - Government Funds (1 september 2009)
- Government funds – FMO-A (may 2007)
- Financiële sector strategie FMO
- Pricing memo MASSIF
- FMO investment criteria
- Features and conditions for Loans / Syndicated Loans
- Features and conditions for equity investments
- Specific criteria for Private Equity Funds
- Specific criteria for Banks
- Specific criteria for non-banking financial institutions as at 1-1-2005
- FMO houding finance criteria paper (october 2007)
- Guidelines for consumer finance

#### Overig

- Verslag bijeenkomst samenhang en synergie private sector ontwikkeling, 15 april 2009, ministerie van Buitenlandse zaken

#### Verslagen fondsoverleg

- Fondsenoverleg OS - FMO d.d. 16 en 23 februari 2006
- Fondsenoverleg OS - FMO d.d. 20 april 2006
- Fondsenoverleg BZ - FMO d.d. 31 augustus 2006
- Fondsenoverleg BZ - FMO d.d. 16 januari 2007
- Fondsenoverleg OS - FMO d.d. 14 mei 2007
- Fondsenoverleg BZ - FMO d.d. 18 januari 2008
- Fondsenoverleg BZ - FMO d.d. 21 mei 2008
- Verslag van een overleg tussen MinBZ en FMO inzake de fondsen MASSIF/MOL/AEF/CD op 3 februari 2009
- Fondsenoverleg BZ - FMO d.d. 4 juni 2009



### **Bijlage 3: Economic Impact**

#### *Analyse van de beschikbare gegevens van MASSIF*

De jaarverslagen van MASSIF bevatten een analyse van de Development Impact van MASSIF. Deze analyse betreft enerzijds de analyse van cijfergegevens alsook de ESDIS en DII scores.

#### *Analyse van de cijfergegevens<sup>105</sup>*

Voor de analyse van haar economische impact gebruikt MASSIF de volgende indicatoren: total assets, profit/loss, loan/lease portfolio, borrowers/lessees, savings/deposits, depositors, employees and branches. Omdat de informatie over de economische impact komt van de klanten- en dus pas beschikbaar is vanaf mei-juni -, was het niet altijd mogelijk om deze informatie in het jaarverslag van FMO op te nemen. Dat gebeurde dan in de halfjaarverslagen, en vanaf 2008 in het jaarverslag van het daaropvolgende jaar. Voor 2009 is de informatie nog niet beschikbaar.

Er wordt een opsplitsing gemaakt tussen de directe investeringen in financiële instituties (FI) en de investeringen in investeringsfondsen (IF). Vergelijkende analyses tussen die 2 types investeringen (in financiële instellingen en investeringsfondsen zijn beschikbaar voor 2007 en 2008 voor de assets en de portfolio. Voor de indicatoren 'werknemers' en 'aantal vestigingen' is er geen informatie voor de IF's. De 'overall growth' weerspiegelt het gemiddelde van alle indicatoren.

	2006 (met/zonder BRAC106)	2007	2008	2009
Overall growth	131%/55%			
FI		41%	4%	
IF		167%	-83%	
Total assets	60%/58%			
FI		20%	21%	
IF		162%	-88%	
Total profit	36%/29%			
FI		26%	15%	
IF		383%	-77%	

Een analyse van de tabellen (zie bijlage 6.3) en de gedetailleerde lijst van de portfolio leidt tot de volgende vaststellingen:

- In 2006 waren er nog weinig investeringen in investeringsfondsen; deze fondsen winnen aan belang in 2007.
- In 2007 was de algemene groei van de IF's beduidend hoger dan van de Fis (162% tegenover 20%) terwijl de IF's daarentegen veel meer te leiden hadden onder de crisis in 2008 gezien hun negatieve groei van -88% (tegenover -21% bij de FI).

<sup>105</sup> Namelijk de Excel tabellen Economic Impact 2006, 2007, 2008 waarvan de cijfergegevens grotendeels gebruikt werden voor de analyse in het MASSIF jaarverslag.

<sup>106</sup> Bangladesh Rural Advancement Committee. Dit betreft een project uit 2006, dat in grote mate bijdroeg aan de cijfers (5.3 miljoen klanten die leenden en spaarden).



- In 2007 is de gemiddelde lening (borrowers/portfolio) van de verschillende klanten gedaald van 2.011€ in 2006 tot 1340€ in 2007; deze daling zet zich verder in 2008 tot een gemiddelde lening van 1.211 € of een daling van 66% over 2 jaar.
- In 2008 is er een algemene daling van zowel de total assets als de winsten. Enkel in Afrika blijft er een stijging van zowel de assets als de net profits. Die stijging is te danken aan een stijging bij de FIs van 11% van de assets en 116% van de profits, bij een stijging van 28% van de portfolio.
- In 2008 is er een verdere daling van de portfolio FI in LAC (-35%) maar ook in Europa en Centraal-Azië (- 46%).

Bij nadere analyse blijkt een belangrijk deel van de geaggregeerde informatie niet bruikbaar:

- In 2008 bijna alle indicatoren negatief, maar omdat employees met 83% groeit is het overall getal positief.
- In 2006 maakt het al dan niet in aanmerking nemen van de cijfers van BRAC dat het groeipercentage stijgt van 55% tot 131%. Het betreft dan vooral de cijfers van het aantal borrowers/lessees (330% stijging ipv 62% stijging), het aantal depositors (175% ipv 48%), het aantal werknemers (179% ipv 65%) en branches (162% ipv 74%).
- In 2007 is er reeds in Latijns Amerika een daling van de portefeuilles van de klanten in 2007 (-28%) die zich doorzet in 2008 (- 35%). Uit analyse van de gedetailleerde tabel blijkt echter dat dit het gevolg is het uit portefeuille halen van enkele grote investeringen<sup>107</sup>
- In 2008 stellen we een sterke daling vast van de total assets (van 2,6 mln € naar 77.000 of – 97%) en van de net profits vast voor de IF's in Azië, maar verdere analyse toont aan dat deze daling vooral te wijten is door het transfereren/verkopen van de MASSIF financiering in één enkel groot fonds<sup>108</sup>.

Met de huidige gegevens is het dus niet mogelijk om de opeenvolgende jaren te vergelijken gezien de verschillende samenstelling van de portefeuille over de verschillende jaren. Het transfereren van enkele grote investeringen van MASSIF naar FMO-A in een bepaald continent kan de cijfers van dat continent stevig vertekenen (bv. Latijns-Amerika). Een evaluatie op basis van de 'vaste kern' zou het wel mogelijk maken om de juiste evoluties te benoemen.

De cijfers blijken erg afhankelijk te zijn van de aard van de uiteindelijke leningen (erg kleine leningen versus leningen aan SMEs). Een verschuiving van een enkele (grotere) investering heeft een belangrijke invloed, zeker als het verschuiving betreft tussen MFI's, SMEs en housing waar de gebruikte parameters erg verschillend zijn. Spijtig genoeg zijn er geen aparte cijfers beschikbaar voor de microfinanciering, SME en housing.

De algemene daling van het gemiddelde lening- of leasingbedrag in de FI (van 2011€ in 2006 tot 1211 €) is ontwikkelingsrelevantie van MASSIF maar ze kan te wijten zijn aan (1) het vervangen van de klanten met hoge gemiddelde leningen door klanten met lagere gemiddelde leningen (en niet zozeer aan een gemiddelde daling per klant) of (2) een verschuiving van het volume investeringen uit SME naar MFI (zie stijging van het % MFI in de portefeuille). Deze 2 tendensen kunnen elkaar gedeeltelijk te niet doen.

<sup>107</sup> Het gaat hier bv. over de investeringen in Banco Interfin S.A. Banco de San Jose in Costa Rica, Banco Financiera Commercial en Banco HSBC in Honduras en Banco de Credito Centroamericano in Nicaragua en Multi Credit Bank in Panama.

<sup>108</sup> Het Shriram Transport Finance Funds heeft 2,5 mld € assets.



De cijfers van het aantal mensen dat bereikt wordt door MASSIF geven ook aanleiding tot een vertekend beeld gezien een beperkte of uitgebreide investering in een bepaalde klant, uiteindelijk geen verandering zou betekenen in de outreach. Meerdere kleinere investeringen in grote klanten zou een belangrijke impact op die indicator hebben. Voor het beheren van de ontwikkelingsrelevantie van deze indicator moet dus een pro rata verdeling berekend worden, eerder dan het globale aantal borrowers; idem voor het aantal branches en aantal werknemers.

Gezien deze gegevens de MASSIF investeringen in 3 sectoren gecombineerd werden, is het ook niet mogelijk om ze te 'benchmarken' met cijfers van andere investeerders die bv. exclusief investeren in MFI's of in SMEs of met de gegevens van mix-market<sup>109</sup>. Voor Housing is het allicht te vroeg om voor verschillende continenten benchmarks te vinden.

De algemene conclusie is dat het samenbrengen van de verschillende gegevens in deze 5 indicatoren geen duidelijk beeld geeft van de evolutie van de portefeuille. Een meer fijnere analyse was nodig van de verschillende klanten om een meer gedetailleerde analyse te maken, of men zou de informatie kunnen analyseren van een 'vaste kern' zodat de transfers en nieuwe klanten niet meegenomen worden.

#### *EDIS – DII scores*

De volgende tabel geeft een overzicht van de EDIS en DII scores voor MASSIF en FMO-A. De Development Impact Indicator (DII) meet de verwachte ontwikkelingsimpact van de investeringen en is het gewogen gemiddelde van de EDIS en vermenigvuldigd met het bedrag van het investeringsvolume. De Economic Development Impact Score (EDIS) score wordt bepaald aan de hand van de impact van de investeringen op verschillende stakeholders zoals werknemers en eindklanten (zie hierboven).

De doelstelling is, volgens het MASSIF jaarverslag<sup>110</sup> om de DII met 50% te verhogen gedurende de periode 2005-2010.

	EDIS	DII
MASSIF 2005	62	41
MASSIF 2006	64	65
FMO-A 2006	61	432
<i>Vergelijking MASSIF/FMO-A</i>		15%
MASSIF 2007	64	102
FMO-A 2007	60	798
<i>Vergelijking MASSIF/FMO-A</i>		13%
MASSIF 2008	64	58
FMO-A 2008	63	831
<i>Vergelijking MASSIF/FMO-A</i>		7%
MASSIF 2009	67	34
FMO-A 2009	64	
<i>Vergelijking MASSIF/FMO-A</i>		

<sup>109</sup> Voor MFI's is algemeen een jaarlijkse groei van 30% aanvaard.

<sup>110</sup> (bv. 2008 p6)



De vergelijking van de EDIS scores over de evaluatieperiode toont aan dat de EDIS scores geleidelijk verhoogd zijn. De hogere score van MASSIF in 2009 is een gevolg van meer aandacht voor MKB in de portefeuille. De lagere DII score in 2008 is te wijten aan het feit dat er in 2008 slechts 91 mln € nieuwe contracten werden afgesloten versus 160 mln € in 2007 – terwijl de FMO-A portefeuille stabiel evolueerde.

De analyse van de individuele EDIS toont dat er een verbetering is van de onderdrempel van de scores. In 2007 vinden we investeringen terug in MASSIF met een erg lage ESDIS score (29 en 42)<sup>111</sup>. Het is onbegrijpelijk waarom een investering met zulke lage ESDIS (HITO S.A.\*.J DE CV in Mexico –zie dossieranalyse) toch in de MASSIF portefeuille werd opgenomen, zonder randvermelding. In 2008 variëren de scores van 61 tot 75.

---

<sup>111</sup> Score van Freitas Catering Services Ltd en van HITO S.A.P.I. de C.V. in Mexico (zie MASSIF verslag 2008 p 6)



## Bijlage 4: Portefeuilleoverzicht<sup>112</sup>

Analyse volgens de aard van de MASSIF-klant

Tabel 1 Type instelling verdeling naar netto portefeuille

	Sector verdeling naar netto portefeuille (EUR)					
	2007	%	2008	%	2009	%
Commercial banks	128,363,928	51%	101,121,085	36%	86,998,903	32%
Other financial institutions n.e.c.	55,937,107	22%	72,786,798	26%	51,387,011	19%
Mortgage banks	2,172,472	1%	9,209,047	3%	9,623,780	4%
Equity investment fund	13,252,998	5%	33,248,273	12%	53,378,345	19%
Financial leasing	31,382,823	13%	31,928,961	11%	31,966,898	12%
Postal giro and postal savings institutions	270,000	0%	62,500	0%	0	0%
Microfinance institutions	6,727,235	3%	22,633,092	8%	30,155,772	11%
Leisure and tourism	0	0%	0	0%	0	0%
Construction and infrastructure	1,199,912	0%	0	0%	0	0%
Housing finance institutions	0	0%	1,234,715	0%	2,283,439	1%
Financial holding companies	8,068,762	3%	8,068,761	3%	8,068,760	3%
Agriculture and fishing	2,858,075	1%	0	0%	0	0%
Fund management	0	0%	0	0%	757,276	0%
Factoring companies	613,622	0%	1,410,564	1%	0	0%
Totaal	250,846,935		281,703,796		274,620,183	

Tabel 2 Gemiddeld netto geïnvesteerd bedrag en aantallen per type instelling

	Gemiddeld netto geïnvesteerd bedrag en aantallen per type instelling (EUR)					
	2007	#	2008	#	2009	#
Commercial banks	1,584,740	81	1,465,523	69	1,581,798	55
Other financial institutions n.e.c.	1,553,809	36	2,140,788	34	1,657,646	31
Mortgage banks	543,118	4	1,534,841	6	1,603,963	6
Equity investment fund	779,588	17	1,187,438	28	1,569,951	34
Financial leasing	1,651,728	19	1,995,560	16	1,775,939	18
Postal giro and postal savings institutions	135,000	2	31,250	2		2
Microfinance institutions	2,242,412	3	1,886,091	12	2,319,675	13
Leisure and tourism	0	2	0	1		0
Construction and infrastructure	1,199,912	1		0		0
Housing finance institutions		0	1,234,715	1	2,283,439	1
Financial holding companies	2,689,587	3	4,034,380	2	4,034,380	2
Agriculture and fishing	1,429,037	2		0		0
Fund management		0		0	151,455	5
Factoring companies	613,622	1	1,410,564	1		0
Totaal aantal		171		172		167

<sup>112</sup> Gegevens over 'special purpose' van de financiering zijn volgens de classificatie die FMO heeft gehanteerd tot aan juli 2010. De nieuwe classificatie zoals weergegeven in hoofdstuk 6 waren bij oplevering van het rapport nog niet beschikbaar voor de jaren voor 2008 en eerder. In deze bijlage is gekozen om de oude indeling te gebruiken..





- (i) Uit de analyse van de portefeuille blijkt dat het aandeel van de commerciële banken en dat van 'andere financiële instellingen' weliswaar belangrijk blijft, maar wel sterk gedaald is (van 73% tot 51%) ten voordele van de 'Equity Investment Funds'. Daarnaast is het aandeel van de MFI's gestegen (van 3% in 2007 tot 11 % in 2009) en werd een categorie mortgage banks toegevoegd dat weliswaar slechts een klein deel van de portefeuille omvat. Voor housing geldt met 1% in 2009 hetzelfde.

Opvallend is dat MFI's in aantallen dossiers slechts een beperkt deel van de portefeuille uitmaken. Op de 167 dossiers in 2009 zijn er slechts 13 MFI dossiers, terwijl er 55 dossiers met commerciële banken zijn, 34 met equity investment funds, 7 mortgage en housing, en 18 Financial leasing. Het gemiddelde bedrag van de leningen aan commerciële banken en MFI's is relatief stabiel gebleven.

Het jaarverslag 2008 van MASSIF meldt dat er 4 nieuwe FIs in de top 10 cliënten binnen komen. In datzelfde jaarverslag wordt vermeld dat dit ten koste is gegaan van grotere instellingen waar het aandeel van MASSIF kleiner is geworden. Tevens is de omvang van de financiering in deze top-10 klanten afgenomen, wat zich vertaalt in een top-10 die nog 23% van de portefeuille van MASSIF omvat, waar dit in 2007 nog ruim 32% was.

#### *Aard van de producten van (M)FI's en fondsen aan hun klanten*

Verschillende type klanten van MASSIF brengen soms dezelfde producten op de markt. Zo kan een commerciële bank bv. ook microfinancieringsproducten aanbieden of kunnen MFI's ook leningen geven voor de renovatie van huizen.

Uit de volgende tabel blijkt dat het aandeel van microfinancieringen gecombineerd met SME licht gestegen is, terwijl het aandeel van SME financiering in 2009 verminderd is. Helaas houdt FMO niet voor iedere investering deze "special purpose" bij, en blijft er dus een categorie non applicable over. Wij hebben dit geïnterpreteerd als overige.

Tabel 3 Verdeling netto portefeuille naar special purpose<sup>113</sup>

Verdeling netto portefeuille naar special purpose (EUR)					
	2007	2008	%	2009	%
Microfinance	nb	-41,926	0%	7,276,797	3%
Microfinance and SME	nb	119,826,413	43%	102,399,463	37%
SME	nb	96,013,379	34%	81,738,349	30%
Housing MF and SME	nb	21,967,491	8%	17,824,315	6%
Housing and SME	nb	13,570,379	5%	12,903,146	5%
Housing	nb	15,051,143	5%	16,999,194	6%
Renewable energy	nb	0	0%	1,535,294	1%
Non applicable	nb	15,316,917	5%	33,943,625	12%

<sup>113</sup> Het negatieve getal voor microfinance betreft 1 enkele invertering. Een verklaring hiervoor hebben wij niet aangetroffen.



## Analyse per aard van investering

Tabel 4 Verdeling netto portefeuille naar verstrekte producten

	Product verdeling portefeuille naar net portfolio					
	2007	%	2008	%	2009	%
Equity	82,958,568	33%	81,880,477	29%	88,123,751	32%
Mezzanine	32,474,217	13%	49,027,393	17%	57,218,999	21%
Commercial loans	133,920,034	53%	149,050,767	53%	128,841,491	47%
Guarantee	1,494,116	1%	1,745,160	1%	435,942	0%
	250,846,935		281,703,796		274,620,183	

Uit de analyse van de aard van de ingezette producten door MASSIF blijkt dat het aandeel van leningen weliswaar belangrijk is en blijft (kleine afname in 2009). Participaties zijn zowel in aantallen (45%) en bedragen (32%) stabiel gebleven gestegen. Mezzanine financieringen zijn toegenomen (van 13% in 2007 naar 21% in 2009). Deze ontwikkeling bevestigt het bijzondere karakter van MASSIF waarbij een belangrijk deel van de middelen is ingezet voor het versterken van het aansprakelijk vermogen van klanten. In aantallen is het aandeel aan (quasi)-equity producten het grootst.

## Analyse per regio

Tabel 5 Verdeling netto portefeuille naar regio's (in EUR)

	Geografische verdeling portefeuille naar netto portefeuille (EUR)					
	2007		2008		2009	
Latin America & The Caribbean	46,630,668	19%	58,066,540	21%	48,796,392	18%
Africa	88,989,822	35%	84,278,666	30%	86,685,764	32%
Asia	61,807,759	25%	85,973,654	31%	85,287,061	31%
Europe & Central Asia	40,329,360	16%	30,525,971	11%	35,139,474	13%
Global	13,089,326	5%	22,858,965	8%	18,711,492	7%
Totaal	250,846,935		281,703,796		274,620,183	

Een belangrijk deel van de portfolio is in Afrika geïnvesteerd, namelijk 32% in 2009, hoewel er een lichte vermindering is vastgesteld sinds de start, ten voordele van Azië. De investeringscriteria stipuleren dat minimum 30% van de portefeuille in Afrika moet geïnvesteerd worden.

Tabel 6 Verdeling netto portefeuille naar regio's (in aantallen)

	Geografische verdeling portefeuille in aantallen					
	2007	%	2008	%	2009	%
Latin America & The Caribbean	33	19%	31	18%	29	17%
Africa	65	38%	66	38%	65	39%
Asia	46	27%	50	29%	45	27%
Europe & Central Asia	17	10%	14	8%	16	10%
Global	10	6%	11	6%	12	7%
Totaal	171		172		167	

- (ii) Qua aantallen zijn er relatief meer Afrikaanse dossiers, wat er op wijst dat de dossiers in dat continent kleiner zijn dan de gemiddelde dossiers. Deze ratio is omgekeerd voor Azië.



### Analyse naar de aard van het land

Uit deze cijfers blijkt dat meer dan de helft van de aantallen dossiers betrekking heeft op 'low income countries', maar dat het totaal van de investeringen in die landen 42% bedraagt. Hieruit kan geconcludeerd worden dat de gemiddelde financiering in low income countries kleiner is, zoals ook blijkt uit tabel 1.8. De analyse leert ook dat de gemiddelde bedragen per dossier stabiel gebleven zijn voor deze landen, terwijl er voor de upper middle income countries een duidelijke verhoging van de gemiddelde financiering is.

Tabel 7 Verdeling netto portefeuille naar inkomenscategorie Wereldbank (totaal EUR)

Portefeuille verdeling naar inkomenscategorie Wereldbank						
	2007	%	2008	%	2009	%
Low	112,345,115	45%	128,807,458	46%	116,277,332	42%
Lower middle	56,215,948	22%	59,351,771	21%	57,852,098	21%
Upper middle	14,743,511	6%	25,389,503	9%	27,704,533	10%
N/A (fondsen)	67,542,361	27%	68,155,064	24%	72,786,220	27%
	250,846,935		281,703,796		274,620,183	

Tabel 8 Verdeling netto portefeuille naar inkomenscategorie Wereldbank (gemiddeldes in EUR)

Portefeuille verdeling naar inkomenscategorie Wereldbank						
	2007	#	2008	#	2009	#
Low	1,306,339	86	1,370,292	94	1,336,521	87
Lower middle	1,561,554	36	1,914,573	31	1,866,197	31
Upper middle	1,134,116	13	1,692,634	15	2,131,118	13
N/A (fondsen)	1,876,177	36	2,129,846	32	2,021,839	36

### Analyse per land

Uit de volgende tabel blijkt dat het aandeel van de belangrijkste landen in de portefeuille relatief stabiel blijft: het betreft in de eerste plaats investeringen in instellingen met activiteiten over verschillende Afrikaanse landen of bijvoorbeeld globale fondsen. De volgende landen nemen een belangrijke plaats in de top 10 van de portfolio in: India, Sri Lanka, Nigeria, Zuid-Afrika, Cambodja, Moldavië en Argentinië.



Tabel 9 Top-10 landen/regio's in de periode 2007-2009<sup>114</sup>

	Investeringen (net portfolio) per land					
	2007	%	2008	%	2009	%
Africa	26,458,593	10.5%	30,108,416	10.7%	34,177,593	12.4%
India	14,967,140	6.0%	20,450,430	7.3%	23,057,868	8.4%
Sri Lanka	16,882,908	6.7%	15,147,950	5.4%	19,120,689	7.0%
Global	13,089,326	5.2%	22,858,965	8.1%	18,711,492	6.8%
Bangladesh	8,951,004	3.6%	10,125,024	3.6%	9,629,732	3.5%
Ghana	3,205,821	1.3%	8,923,032	3.2%	9,617,800	3.5%
South Africa	560,271	0.2%	5,518,372	2.0%	9,617,274	3.5%
Moldova	6,113,850	2.4%	11,035,180	3.9%	9,508,350	3.5%
Argentina	6,722,170	2.7%	9,870,047	3.5%	8,987,577	3.3%
Cambodia	8,197,593	3.3%	12,689,750	4.5%	8,730,500	3.2%
		41.9%		52.1%		55.0%

Tabel 10: Verdeling van het "type investering" naar "special purpose" in 2009:

	Micro-	Micro-	Housing	Housing	Housing	Housing	N.A.
	finance	finance and SME	MF and SME	MF and SME	and SME		
Equity	33%	35%	42%	13%	3%	3%	32%
Mezzanine	0%	19%	15%	13%	30%	27%	41%
Commercial loans	67%	46%	42%	74%	68%	70%	27%
Garanties	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%

Tabel 11: Verdeling van het "type investering" naar "special purpose" in 2008:

	Micro-	Micro-	Housing	Housing	Housing	Housing	N.A.
	finance	finance and SME	SME	MF and SME	and SME		
Equity	0%	28%	40%	16%	3%	5%	36%
Mezzanine	0%	18%	13%	10%	33%	17%	42%
Commercial loans	100%	55%	45%	74%	64%	79%	22%
Garanties	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%

<sup>114</sup> De hier genoemde regio's betreffen investeringsfondsen waarvoor geen specifiek land benoemd kan worden. In 2007 was Nigeria met 10,1% nog sterk vertegenwoordigd, maar dit percentage is in 2009 gezakt naar 2,4%.



## ***Bijlage 5: Interviews***

### Klanten

- a) Acleda Laos
- b) Prasac MFI Cambodja
- c) Cauris Management
- d) Ghana Home loans
- e) JF MFO Microinvest
- f) MicroCred Madagascar
- g) Rural Impuls fund
- h) ProCredit Mozambique

### FMO medewerkers

<b>Medewerker</b>	<b>Functie</b>	<b>Afdeling</b>
Nanno Kleiterp	CEO	
Nico Pijl	Chief Risk & Finance Officer	
Jurgen Rigterink	Chief Investment Officer	
Stan Stavenuiter	Senior Staff Member Evaluation	IMR
Dieter Poortman	Investment Officer	Africa/FI
Jaklien Wandscheer	Portfolio Analyst	Africa/FI
Bas Rekvelt	Investment Officer	ECA/FI
Corine Pannekoek	Portfolio Analyst	FI
Ammarens Bruggenkamp	Senior policy advisor	
Cathalijn Naafs	Senior portfolio analyst	PAR
Ben Zwinkels	Senior Investment Officer	PAR
Andrew Shaw	CD officer	AF/FI
Jacco Knotreus	hoofd IMR	IMR
Marleen Jansen	IMR senior analist	IMR
Marijn Wiersma	E&S Analist	
Sonia Alves de Souza	Portfolio Analyst	LAC/FI
Jorrit Dingemans	Investment officer	LAC/FI
Yvonne Bakkum	Director Private Equity	PAR
Emile Groot	Special operations	
Maurice Scheepens	Investment Officer	Micro & Small Enterprise



Henk Nijland	Fondsmanagement	
Lennart Petiet	Senior Planning & Control Officer	
Roel Vriezen	Senior officer	Micro & Small Enterprise
Marco Nieuwenhuijse	Senior Portfolio analyst	ECA/FI
Corine Pannekoek	Portfolio Analyst	FI
Ruhi Cosgun	Investment Officer	ECA/FI
Paul Buijze	Director Risk Management	

#### Marktpartijen

##### **ICCO**

Lisette van Benthum, Specialist Financial Department for Fair and Sustainable Economic Development

##### **INCOFIN**

Loïc De Cannière, Managing Director

##### **BIO**

Hugo Bosmans, CEO

##### **Oicocredit**

Erik Heinen, Director Loans & Investments

##### **Triodos**

Frans Streppel, Deputy director Triodos Investment Management BV  
Liesbeth Soer, Deputy Managing Director

##### **TripleJump**

Mark van Doesburgh, Director  
Steven Evers, Director

##### **TCX**

Joost Zuidberg, Managing Director

##### **Emecas Finance**

Michiel Sloomweg

##### **Oxfam Novib**

Bruno Molijn, beleidsadviseur microfinance

##### **Buitenlandse Zaken**

Christiaan Rebergen, deputy director sustainable economic development department  
Sandra Louiszoon, senior policy officer sustainable economic development department



## **Bijlage 6: Terms of Reference**

### **Evaluatie / Mid term review FMO MASSIF Fonds**

Looptijd 2006-2009

#### **1. Aanleiding tot en doelstelling van het evaluatieonderzoek**

Het Ministerie van Buitenlandse Zaken heeft met ingang van 1 januari 2006 ten behoeve van het MASSIF Fonds aan de Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden NV (FMO) een subsidie ter beschikking gesteld van in totaal EUR 269 mln om dit revolverende fonds op te bouwen. Het MASSIF Fonds is op 30 augustus 2006 ingesteld. De laatste uitbetaling bedraagt EUR 18,14 mln en staat gepland voor het eerste kwartaal van 2010. FMO's inbreng in het MASSIF Fonds bedroeg EUR 8 mln (zijnde de eigen bijdrage van FMO in het Seed Capital Fonds). Op 6 augustus 2009 is deze beschikking verhoogd met een bedrag van EUR 15 mln ten behoeve van ondersteuning van relatief kleine microfinancieringsinstellingen.

De omvang van het MASSIF Fonds (bruto portefeuille) bedroeg op 30 september 2009 EUR 298 mln gefinancierd door de bijdragen van OS (EUR 269 mln) en FMO (EUR 8 mln), de lopende rekeningfaciliteit MASSIF (EUR 20 mln) en rendement van het fonds (EUR 4 mln). Het subsidieverleningstijdvak loopt tot 31 december 2015 en in de subsidiebeschikking is opgenomen dat er in 2010 een externe evaluatie zal plaats vinden.

De evaluatie heeft tot doel (cfm. de beschikking) een oordeel te geven over het tot dan toe door FMO gevoerde beheer over het MASSIF Fonds. Het MASSIF Fonds bestaat uit een volgroeide portefeuille van financieringen, die door FMO wordt beheerd.

De bevindingen van het eindrapport van de evaluatie/mid-term review zullen mede worden gebruikt bij de oordeelsvorming over een eventuele bijstelling van het beheer en/of aanpassing van de investeringscriteria. Het eindrapport dient uiterlijk medio juni 2010 te worden aangeleverd door de uitvoerder van de evaluatie.

#### **2. Beschrijving en afbakening van het onderwerp van evaluatie**

De doelstelling van het MASSIF Fonds is:

"via een revolverend fonds een bijdrage te leveren aan de opbouw en verbetering in ontwikkelingslanden (waaronder de minst ontwikkelde landen) en opkomende markten van de financiële infrastructuur, doch niet noodzakelijkerwijs exclusief, op het bedienen van ondernemers en consumenten aan de onderkant van de financiële markt (de eindgebruiker)" zoals beschreven in annex a.2 bij de beschikking (Plan van aanpak). Deze annex geeft een nadere toelichting op de doelstellingen de resultaten en de instrumenten.

Concreet wil het fonds bijdragen aan:

- armoedebestrijding door creatie van werkgelegenheid en inkomens via stimulering en betrekken van het lokale bedrijfsleven;
- financiële sector ontwikkeling door het aanbieden van lange financieringsbronnen die additioneel zijn aan lokale en internationale financieringsbronnen;
- het implementeren van goede bestuursprincipes (corporate governance) op bedrijfsniveau
- een positieve duurzame economische, ecologische en sociale ontwikkeling.

Hierbij zal als uitgangspunt dienen dat de subsidieontvanger het MASSIF Fonds beheert, waarbij terugkerend vermogen door de subsidieontvanger wordt geherinvesteerd in het MASSIF Fonds.



De portefeuille van het MASSIF Fonds bestond per 1 juli 2009 uit investeringen verdeeld over 4 regio's (Afrika, Azië, Europa & Centraal Azië en Latijns Amerika & het Caribische Gebied). Het betrof zowel directe investeringen in financiële instellingen als in private equity fondsen en holdingmaatschappijen. De investeringen betreffen (met name lokale valuta) leningen, participaties, mezzaninefinancieringen, alsmede garanties. De totale bruto waarde van de portefeuille op 30 september 2009 bedroeg EUR 298 mln.

Een diepgaand evaluatieonderzoek naar de relevantie van het programma is nog niet mogelijk, aangezien in 2010 nog net niet 5 jaar is verstreken sinds de start van het MASSIF Fonds. Hierdoor zullen onder andere de multipliereffecten van de gefinancierde financiële instellingen op hun omgeving, en dus de ontwikkelingswaarde van de investeringen nog niet volledig meetbaar zijn. Vandaar dat de nadruk binnen deze evaluatie zal liggen op het beheer van het fonds tijdens de beschikkingsperiode. Hier komt bij dat goed beheer een indicatie kan zijn van goede toekomstige beleidsresultaten. Om een beeld te krijgen van het gevoerde beheer van het MASSIF Fonds door FMO, dienen enkele indicatoren te worden opgenomen in de evaluatie waaraan het beheer zal worden getoetst. Als FMO zelf niet beschikt over geschikte indicatoren, dan is het aan de evaluator om zelf de indicatoren aan te leveren waaraan het beheer wordt getoetst.

Deze evaluatie is opgenomen in de BZ-evaluatieprogrammering onder operationele doelstelling "Een beter ondernemingsklimaat in ontwikkelingslanden en versterking van hun concurrentievermogen, zowel nationaal als internationaal."

#### *Doelstelling*

1. Inzicht krijgen of het MASSIF Fonds in zijn opzet een relevante bijdrage kan leveren aan duurzame economische groei en daarmee aan armoedebestrijding en het behalen van Millenniumdoelstelling 1 (halveren van de armoede).
2. Inzicht krijgen in de kwaliteit van de deelnemingen, leningen, garanties en de bijdrage van deze producten aan duurzame economische groei.
3. Inzicht krijgen in de kwaliteit van het beheer en de uitvoering van het MASSIF Fonds door FMO.

#### *Onderzoeksvragen*

1. *Zijn de activiteiten en te verwachten resultaten relevant voor de ontwikkeling van de private sector in ontwikkelingslanden (landenlijst) en daarmee voor economische groei en daarmee voor armoede bestrijding en het behalen van Millenniumdoelstelling 1?*
  - 1.1. Welke activiteiten heeft FMO met het Fonds ondernomen?
  - 1.2. Welke categorieën van (micro) financiële instellingen bereikt FMO direct met de investeringen van MASSIF? Tier 1, 2, 3?
  - 1.3. Is bij het opbouwen van de portefeuille voldaan aan de criteria van MASSIF? Dragen de activiteiten bij aan de ontwikkeling van de private sector en (daarmee) aan armoedevermindering?
  - 1.4. Zijn de beoogde eindgebruikers daadwerkelijk bereikt: micro-ondernemers, MKB, lage- en middeninkomens huishoudens?
2. *Voldoen de investeringen aan eisen van additionaliteit en katalyserende werking?*
  - 2.1. Heeft een MASSIF-investering een voldoende hoger risicoprofiel dan een 'gewone' FMO investering?
  - 2.2. In hoeverre heeft MASSIF een katalyserende werking gehad naar FMO en naar andere investeerders?
  - 2.3. In hoeverre zijn de investeringen van MASSIF additioneel?
  - 2.4. Welke andere mogelijkheden bestaan er in de markt qua aanbod van lokale valuta leningen aan financiële instellingen gericht op de onderkant van de markt?





3. *Geeft FMO op doelmatige wijze vorm aan het beheer van het Fonds?*
  - 3.1 Op welke wijze heeft FMO het beheer over het fonds vorm gegeven?
  - 3.2. Is dit beheer doelmatig?
4. *Voegt MASSIF waarde toe aan de productdiversiteit van FMO?*
  - 4.1. Onderscheiden de criteria voor investeringen door MASSIF zich voldoende van die door FMO?
  - 4.2. Ontwikkelen klanten (financiële instellingen) zich zodanig dat ze na verloop van tijd kwalificeren voor FMO-A instrumenten? En zo ja is dit toe te schrijven aan MASSIF? En hoeveel klanten betreft dit?
5. *Is het fonds adequaat qua omvang?*
  - 5.1. Welke omvang zou het fonds kunnen/moeten hebben om als revolverend fonds zelfstandig te kunnen functioneren?
6. *Zijn er voldoen de mogelijkheden om te sturen voor het ministerie van BZ? Formeel en informeel?*
  - 6.1 Geven het jaarplan en het jaarverslag voldoende aanknopingspunten voor het ministerie om te sturen?
  - 6.2 Zijn er informele mogelijkheden om te sturen? Zo ja welke?

### **3. Aanpak**

De evaluatie/ mid term review voorziet niet in veldonderzoek. Belangrijkste bronnen van informatie zullen zijn:

- A. Dossieronderzoek bij FMO en Ministerie van Buitenlandse Zaken (DDE):
- subsidiebeschikking en Overeenkomst en aanvullingen daarop
  - jaarverslagen en jaarplannen van MASSIF
  - projectportefeuille bij FMO
  - verslagen van overleggen
  - fysieke en elektronische projectdossiers bij FMO van MASSIF-klanten
  - literatuuronderzoek (vooral t.b.v. beantwoording van vraag 1.4)
  - inceptierapport binnen twee weken na aanvang
  - ontwerp eindrapport binnen 10 weken na aanvang
- B. Interviews:
- met medewerkers van FMO
  - met medewerkers van DDE
  - met andere partijen in de markt (bijvoorbeeld Oikokredit, Triple Jump, Triodos, Oxfam Novib, - dit betreft o.a. enkele leden van het Nederlands Platform Microkrediet- etc. )
  - met klanten van MASSIF (bv. via een elektronische questionnaire).

De evaluatoren leveren na een maand een *inceptierapport* op, dat een verdere uitwerking bevat van de aanpak, zoals voorgesteld in het onderzoeksvoorstel. Het inceptierapport bevat ook de indicatoren en criteria welke gedurende verdere evaluatie zullen worden gebruikt.

Het (concept) eindrapport wordt 14 weken na aanvang van de evaluatie opgeleverd. Dit rapport bevat naast een antwoord op de gestelde vragen eveneens aanbevelingen voor de verdere vormgeving van het Fonds.

### **4. Organisatie**

#### *Uitvoerder Evaluatie*

De uitvoerder wordt geselecteerd door Buitenlandse Zaken na overleg met FMO op basis van de volgende criteria:

- Kennis van ontwikkelingssamenwerking



- Kennis van de financiële sector in ontwikkelingslanden
- Kennis van financieringen (leningen, garanties, mezzaninefinancieringen en participaties)
- Kennis van beheer van investeringen in ontwikkelingslanden
- Onafhankelijk van Buitenlandse Zaken en FMO

#### *Rol belanghebbenden*

De minister voor OS heeft het overgrote deel van de middelen voor MASSIF verschaft (97%). BZ (DDE) is daarom opdrachtgever en financier van het onderzoek. FMO is uitvoerder van MASSIF en heeft een klein deel van de middelen verschaft (3%) en betrokken bij de opstelling van deze Terms of Reference. BZ (DDE en IOB) en FMO begeleiden deze evaluatie/mid-term review. Daartoe wordt een begeleidingsgroep ingesteld onder voorzitterschap van BZ, die zo vaak als nodig bijeen zal komen.

## **5. planning**

<b>Wat</b>	<b>Wanneer</b>	<b>Wie</b>
Offertes opvragen	Uiterlijk januari 2009	DDE
Offertes binnen	Eind februari 2009	partijen
Keuze voor evaluator	Medio maart 2009	DDE
Start evaluatie	1 april 2010	Evaluator
Aanleveren inceptierapport	14 april 2010	Evaluator
Bespreken inceptierapport	Eind april 2010	Begeleidingsgroep
Oplevering eindrapport	medio juni 2010	Evaluator

## **6. Begroting**

Maximaal EUR 100.000

## **7. Te gebruiken documentatie**

- Subsidiebeschikking + Bijlagen + aanvullende beschikking
- Jaarplannen en jaarverslagen
- Verslagen van haljaarlijkse overleggen tussen BZ en FMO over door BZ gesubsidieerde bij FMO in beheer zijnde fondsen



## ***Bijlage 7: Samenvatting SEAF***

From Poverty to Prosperity: Understanding the Impact of Investing in Small and Medium Enterprises – Data Survey and Case Study Analysis of SEAF Investments, SEAF, October 2007, p 1-6

### Executive Summary

It has long been recognized that SMEs can be a potentially powerful tool for economic growth and poverty reduction. Several studies conducted in recent years have taken a relatively undifferentiated view of the entire SME sector, often including micro-enterprises and spanning various countries. However, none of these studies examines specific experiences at the actual SME level and how SMEs actually effect economic development. SEAF believes that without a specific understanding of what happens at the SME level, any top-down correlation analysis risks misunderstanding the mechanism by which SMEs grow and impact their communities. SEAF in particular believes that there is a subset of SMEs that are extraordinarily growthoriented; namely, those SMEs willing to accept third party capital in order to grow. It is this subset of SMEs that SEAF believes has a profound impact on the economy. *As an SME investor in challenging and emerging markets over the last 18 years, SEAF offers a broad portfolio that is ideally suited for investigating this impact based on actual “on-the-ground” data.*

In 2004<sup>115</sup>, SEAF published a report that measured and analyzed the development impacts of ten of its SME investments, five rural and five urban, in Latin America and Central Europe.<sup>1</sup> The report deployed methodology, developed by the International Finance Corporation (IFC) for project finance appraisal, that looks beyond traditional financial returns to assess the impacts of growing SMEs on the lives of employees and other stakeholders in the local economy. The 2004 Study<sup>116</sup> showed that, on average, every dollar invested in the companies generated an additional ten dollars in the local economy. It also demonstrated that SMEs tend to hire and train low-skilled workers and promote from within, demonstrating that SMEs generate jobs appropriate for the low-skilled poor, which can be a very effective tool for poverty alleviation.

Baerd on positive feedback on the value of the first study and an expressed interest in seeing SEAF expand the study to a broader pool of companies, SEAF has since conducted a data survey of 40 companies and 8 new in-depth case studies. The report herein presents the combined results of the data survey, the original case studies, and the new case studies—in total, a pool of 49 companies.

The results of SEAF's efforts support the conclusions of the 2004 Study: investing in SMEs can result in significant economic development and poverty alleviation. Building on the experience of the first study, however, SEAF has been able to collect broader and more meaningful data that in fact demonstrate a stronger impact than previously understood. The new analysis has led to improved figures delineating the multiplier effect of SME investing and the benefits going particularly to low-skilled workers. This analysis has helped SEAF to better quantify and capture other significant impacts of SMEs, particularly the role that SMEs can play in building the capacity of local suppliers and micro-entrepreneurs and in providing them with access to larger and higher value-added markets. The following summarizes these new and improved findings:

---

<sup>115</sup> This report is published on SEAF's website, [www.seaf.com](http://www.seaf.com). It is hereinafter referred to as the “2004 Study”.

<sup>116</sup> Forty companies in the data survey, 10 original in-depth case studies, and 8 new in-depth case studies. Some of the case studies overlap with the data survey



#### Greater Multiplier Effect Than Previously Understood

- The combined set of 18 case studies shows that every dollar invested generates, on average, an additional *12 dollars* in the local economy.
- The results can also be presented in terms of an Internal Rate of Return (IRR). The 18 companies profiled generated an average Economic Rate of Return (ERR), which includes both the financial and quantifiable social returns, of *66 percent*, versus an average Financial Rate of Return (FRR), which includes returns to financiers only, of *21 percent*.
- This multiplier effect is experienced among multiple stakeholders—including employees, suppliers, competitors, producers of complementary goods, the local community, and the broader local economy—to a greater extent than captured previously.

#### Improved Data on the Impact on the Lives of Employees

- The data survey and the additional cases have reinforced the conclusion that SMEs tend to hire and train low-skilled workers and promote from within, demonstrating that SMEs can generate jobs appropriate for the poor and can be an effective vehicle for achieving poverty alleviation.
- The 2004 Study concluded that approximately two-thirds of employees are unskilled or semi-skilled, but the more recent data survey shows that in fact *72 percent* of new jobs generated go to unskilled or semi-skilled employees.
- The data survey also shows that SEAF companies have sustained an average annual employment growth rate of *26 percent* and a wage growth rate of *25 percent* in US dollar terms, by far surpassing national growth rates for each country.
- Almost all employees at the surveyed companies (*83 percent*) receive health and pension contributions from their employers. This is because SMEs are formal companies that contribute on behalf of their employees to social programs, in countries in which such programs exist, and in many cases provide ancillary discretionary benefits.
- *85 percent* of the SMEs surveyed provide formal internal or external training to their employees.
- Case study interviews confirm that employees are grateful for the stability and security of their jobs. Employees have been able to provide a better life for their families, qualify for loans against their predictable salaries that allow them to invest in their homes or education for their children, or save for the future. A major factor in this asset accumulation is the perceived stability of their jobs, the training and promotions they have received, and their confidence in their enhanced job skills and the future of their employers.

#### Better Understanding of the Role of SMEs as “Aggregators” of Micro-Suppliers

- Through the data survey, SEAF found that each SME—through its purchase of inputs—supports an average of *331* other local businesses, broken down as follows: *18* manufacturers, *10* distributors, *20* service providers, *3* equipment suppliers, and *280* micro-suppliers and farmers, with a high of *6000* farmers and micro-suppliers for one investee.
- Moreover, the SMEs surveyed generated an annual average of *\$3 million* in business for domestic suppliers in 2005, representing an average of *45 percent* of revenues.
- Of the companies surveyed, *27 percent* have extended trade credit or other forms of financing to their local suppliers—a generally underestimated multiplier effect.
- Case study interviews with the management of SEAF investees and their suppliers provide numerous examples of SMEs serving to address the barriers that micro-suppliers face by operating as collection centers, value-added processors, and distributors to higher value markets, as well as by providing their suppliers with technical and financial support.
- The above data demonstrate that SMEs truly function as “market aggregators” for farmers, micro-entrepreneurs, and other small suppliers; in other words, SMEs serve as a critical link to connect smaller suppliers with customers farther up in the value chain.

#### Meaningful Benefits to Other Stakeholders

- Armed with the experience of the 2004 Study, SEAF has better captured the benefits that SME investing generates for other stakeholders. Based on the 18 case studies, of the 12



dollars generated per dollar invested, more than *\$4.92—or 41 percent*—benefits *those outside the enterprise*: consumers, competitors, producers of complementary goods, local communities, and local governments.

- Rooted in their local communities, the entrepreneurs and their SMEs are positioned to identify unmet local consumer demands and, with the help of financing and strategic support, work with other stakeholders to address market deficiencies. Case studies have provided numerous examples in which customers receive greater choice, improved quality, or lower prices and in which competitors benefit from demonstration and spillover effects.
- SMEs make valuable contributions to their surrounding communities—as a percentage of revenues, these contributions are on par with Fortune 100 companies. Based on the survey, each SME contributed an annual average of almost *\$3,000* to charities and other local community causes in 2005<sup>117</sup>. Such support has included contributions to local infrastructure and support for orphanages, community events, and other charitable causes.
- As formal enterprises, all surveyed companies contribute taxes to local governments, in the form of corporate income tax, net VAT, and other taxes—averaging *7 percent* of revenues in the year 2005.

#### Other Impacts of SEAF's Investments

- Companies surveyed have shown significant improvements in formalization and corporate governance through their involvement with SEAF.
- As a condition of SEAF's investment, *30 percent* of the companies surveyed adopted formal corporate structures with boards of directors or equivalent oversight bodies for the first time (the remaining 70 percent had such structures before partnering with SEAF).
- SEAF prompted *26 percent* of the companies surveyed to obtain third party audits (with the other companies receiving audits by SEAF or already having third party audit practices in effect).
- As a result of SEAF's investments, many companies have gained access to global markets for the first time. Since SEAF's investments in the surveyed companies, there has been a *75 percent* increase in the number of companies that export.
- Among the companies that export, a number have been able to acquire ISO, organic, or other industry certifications with the help of SEAF and have been able to export higher value products to a new and expanded customer base.
- On average, every dollar invested by SEAF has leveraged an additional *\$1.63* from other financiers (debt and equity). We believe this leverage is a result of each SME's formalization, improved performance, and the added equity cushion from SEAF's investments.

#### Conclusions and Policy Implications

As with the findings from the 2004 Study, the results of the data survey and additional case studies suggest that when private investors, socially responsible investors, or development institutions invest in SMEs, there are quantifiable and substantial improvements in terms of socioeconomic growth, stability, and poverty reduction.

The 2004 Study proposed that Development Finance Institutions (DFI's) could undertake a mixed approach to development—targeting both development and financial returns—by expanding their support for private investment focused specifically on local SMEs. The report also offered ways in which policy makers and investors could leverage the beneficial effects of SMEs on economic growth and poverty reduction, such as using SME entrepreneurs as a cost effective channel to deliver poverty-reducing services, identifying effective poverty programs, and cultivating socially responsible entrepreneurs and sectors. The findings from our recent data surveys and further case studies also support these recommendations.

---

<sup>117</sup> This represents approximately 0.1 percent of their revenues in 2005. While at first glance this may seem insignificant, it is comparable to the corporate giving of the Fortune 100 companies. Among 40 members of the Fortune 100 that completed a corporate giving survey, the total median giving (cash and in-kind donations) in 2005 as a percentage of revenues was 0.14 percent. See <http://www.corporatephilanthropy.org/research/pubs/GivinginNumbers2006.pdf>.



Additionally, this report presents the following specific guidelines for those DFI's and socially responsible investors that are interested in pursuing such a two-pronged approach:

Invest in enterprises with high growth potential<sup>118</sup>.<sup>4</sup> The results presented herein demonstrate that supporting SMEs with high growth potential can generate significant and sustainable development impact. Whether or not the existence of a vibrant SME sector as a whole is an important foundation for economic growth and poverty alleviation, SEAF's studies show that its portfolio of companies (those that pass the review and due diligence of a seasoned fund manager and are willing to accept third party capital to pursue growth) generate attractive financial returns, demonstrate strong development performance in terms of indicators related to employees, suppliers, and other stakeholders, and make other important developmental contributions that are less easily quantified, such as addressing market deficiencies, bringing micro-suppliers into the value chain, and making profound differences in the lives of employees. It is hoped that DFI's and other investors can benefit from this study in designing their strategies for identifying, investing, and supporting the more promising, growth-oriented SMEs.

Use the combination of the data survey and case study approach to measure development impact. If SME investing is done to achieve development impact, it is imperative that the impacts be measured. There is an interest and growing effort in the SME development field to develop a common methodology for measuring the social value of investments. SEAF has already designed, tested, and institutionalized a data survey tool that allows important impacts to be quantified. Complemented by the case study approach, we believe we have also been able to capture significant non-quantifiable impacts, of which policy makers in development should equally be aware. We hope that the experience and results of SEAF's development impact initiative will serve the enterprise development community in creating common metrics and approaches for measuring the social impact of SME investment and SME support programs. (...)

Explore the possibilities of targeting investments to achieve development goals and motivating fund managers to meet development benchmarks. Based on the data survey and case studies, we have a solid understanding of the concrete (and quantifiable) impacts that SMEs can have on stakeholders in the local economy. This information can allow development-oriented investors to maximize development impact by incentivizing the targeting of SMEs with specific characteristics, depending on specific development priorities and goals (for instance, impact on suppliers and micro-suppliers versus impact on employees, tax collection, or impact on consumers). Moreover, with a system to track and measure development indicators, it is now possible for investors to establish development benchmarks that a fund should be expected to achieve<sup>119</sup>. Such quantifiable objectives allow investors to measure and reward specific achievements, not just financial returns. (...)

By focusing attention on the "Market Aggregator" concept, this report suggests a specific poverty reduction mechanism, which may sustainably link microfinance borrowers with scalable and sustainable growth. There has been increasing concern that micro-borrowers are unable to scale up and sustainably improve their revenues. Given the amount of capital now flowing into microfinance institutions (MFI's), the Market Aggregator model suggests a

---

<sup>118</sup> By "high growth potential", we are not targeting, for example, conventional "high growth" sectors such as telecommunications and software, although such sectors may be very positive as well. Rather, we are referring to SMEs whose owners/entrepreneurs are interested in growing their businesses and demonstrate the potential to do so, regardless of the sector, whether it be fish farming, distribution of fast moving consumer goods, or other sectors in which opportunity presents itself.

<sup>119</sup> SEAF's 2004 Study was taken into account by the Millennium Challenge Georgia, working in concert with the Millennium Challenge Corporation (MCC), in devising explicit development criteria, which together with a financial carried interest incentive, provided SEAF (as the Fund Manager selected to manage the Georgia Regional Development Fund) with tangible incentives to maximize desired development objectives. See website, Millennium Challenge Georgia ([www.mcg.ge](http://www.mcg.ge)).



specific channel that would connect micro-borrowers to growing regional and even international markets. Such a channel would allow many micro-suppliers to expand their revenues and profits, and ultimately join the formal sector. With this report, SEAF aims to help policy makers, donors, investors, and others working in the development community better understand SMEs and their potential as drivers of economic growth and development. SMEs are often referred to as “the missing middle”. SEAF hopes that this report demonstrates more tangibly the meaning, as well as the significance, of this concept. As this report shows, SMEs provide reliable and quality employment within their local communities, function as a critical link and aggregator for smaller local suppliers, reliably address market deficiencies and customer needs in the local economy from the “bottom up”, serve as an example to other companies, and ultimately become the drivers of tomorrow’s economy.



## **Bijlage 8: FMO Scorecard – Corporate Policy Project Rating (GPR) van DEG**

### *1. Beschrijving van de FMO scorecard*

De FMO scorecard, die ook gebruikt wordt voor MASSIF, dient om de duurzaamheid en de ontwikkelingsimpact van de projecten te analyseren. Ze wordt aangepast aan (1) de aard van de klant (financiële instelling, private equity fund, nieuw of bestaand bedrijf, nieuwe of bestaande infrastructuur), (2) aan de aard van de risico's en (3) aan de sector strategie waaronder de investering valt. Er zijn verschillende wijzigingen aangebracht aan de scorecard de voorbije jaren die vergelijking van de scores tussen de verschillende jaren moeilijk om maar niet te zeggen onmogelijk maakt<sup>120</sup>. Voor deze analyse baseren we ons op de laatste versie van de scorecard (januari 2010), die 3 grote hoofdstukken bevat: Company risk, Development impact en Product risk<sup>121</sup>.

Onder 'company risk' zijn er naast de scores 'Financial Sustainability Factor' ook een score rond de environmental en social risk. Voor de hoog risico FIs (Categorie A en B) wordt gekeken naar het gebruik van een E&S management systeem en naar een aantal interne management karakteristieken.

Het 'development impact' deel focust op de triple bottom line (people, planet, profit) met 3 hoofdstukken: corporate sustainability priorities, economic development impact en role of FMO. Onder de 'Corporate Sustainability Priorities' wordt gekeken naar de 'environmental development impact' en naar de 'social development impact' en eveneens naar de communicatie die rond deze thema's gebeurt.

Onder 'Economic Development Impact Score' (EDIS) wordt eerst onder 'Impact on Shareholders and Financiers' gekeken naar solvabiliteit, efficiëntie, liquiditeit, marktpositie en kwaliteit van management. Deze indicatoren zijn de klassieke indicatoren voor het evalueren van een investering op een economische en financiële basis, behalve de laatste indicator. Daarna wordt onder 'Impact on other stakeholders' gekeken naar het effect op werknemers, klanten, de ontwikkeling van de financiële sector en die van kleine bedrijven en naar de bijdragen tot overheidsinkomen via belastingen en subsidies. De impact op de consumenten blijft erg gelinkt aan de beschikbaarheid van de financiële diensten (direct outcome) en legt geen direct verband met bijvoorbeeld de verbetering van levensomstandigheden (onderwijs, gezondheid, inkomen, genderrelaties). De indicatoren over de invloed op de financiële sector gaan vooral over het demonstratie-effect dat sommige financiële producten en methodes kunnen hebben op de sector. De impact op MKB wordt in de formulering uitsluitend beperkt tot de toegang tot krediet en houdt geen rekening met de aangepastheid van de producten, de pricing (inclusief transactiekosten,...). Er is nergens een verwijzing naar de armere doelgroepen (of lower-end of the market), noch naar gender of 'disadvantaged groups'.

Onder de 'Role of FMO' wordt naast additionaliteit en katalyserende werking (zie volgend hoofdstuk) ook gekeken naar de rol die FMO heeft op corporate governance en op environmental, social en business performance.

De scorecard bevat eveneens (sedert 2009) een aantal kwantitatieve indicatoren zoals het aantal werknemers, het volume van de portfolio<sup>122</sup> en het aantal leningen per categorie van ondernemingen, of per sector (bv. housing). Voor MASSIF zijn er 7 bijkomende indicatoren (voor FI) namelijk: total assets, net profit, total loan/lease portfolio, number of borrowers, volume of deposits and number of depositors, number of branches.

<sup>120</sup> Zie Evaluatie FMO door DFC, 2009, p 43-52

<sup>121</sup> Voor deze analyse gebruikten we de scorecard voor financiële instellingen.

<sup>122</sup> Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de portefeuille in lening onder 10.000 € en deze tussen 10.000 en 100.000 €.





### *Gebruik van de scorecard*

De scorecard wordt vooral gebruikt voor de besluitvorming rond een nieuwe financiering. Een deel van de scorecard wordt ge-update, maar niet de EDIS score, de CSP en de rol van FMO. Hierdoor is het moeilijk om de ontwikkelingsrelevantie te analyseren na de financiering. De scorecard brengt de niet-financiële dimensies van de investering in beeld en vraagt aandacht voor de sociale en ecologische aspecten. Spijtig genoeg is onvoldoende vergelijkend materiaal beschikbaar, gezien de verschillende aanpassingen.

### *2. Vergelijking met DEG - GPR*

Vergelijking met andere scorecards bv. de 'Corporate-Policy Project Rating' (GPR) van DEG, leert dat een aantal specifiek ontwikkelingsrelevante aspecten meer aan bod komen bij FMO zoals gender, invloed op community development, lower end of the market. Deze aspecten zijn erg belangrijk voor het ministerie van Buitenlandse Zaken om de impact van de investeringen vast te kunnen stellen. Het blijkt eveneens dat dergelijke scorecards toelaten om een veel gedetailleerdere en duidelijk voorstelling te maken van de ontwikkelingrelevantie van de portefeuille op een visueel aantrekkelijke manier.



	FMO (MASSIF) scorecard	Corporate Policy Project Rating (GPR) van DEG
Gecreeërd	regelmatig ge-update; recente versie januari 2010	2002
Toepassing	Ex-ante voor alle indicatoren; Ex-post enkel voor FSF, E&S, QI en Product Risk	Ex-ante; opvolging enkel bij minimumscore; Ex-post project monitoring (aangepast elke 2 jaar) - vergelijking met ex-ante en bepalen van best-practice model projects; statistische verwerking Vergelijkingen, gemiddelde scores, tijdseries, basis voor institutionele leerproces
Voorstelling	cijfertabel	grafische voorstelling tegenover benchmarks (8 benchmarks voor FIs)
Bron van de informatie	Due diligence	Annual financial statements, business reports, project managers visit
	Scores 0 tot 3 per indicator	gewogen index: - leefbaarheid van het project: 150 punten - ontwikkelingseffecten: 150 punten - strategische rol DEG: 100 punten - return on equity: 100 punten
Aard van de index	Geen categoriën	gewogen scores indeling in 6 categorieën: van 'very good' (score 1) tot 'obviously insufficient' minimum scores voor leefbaarheid en ontwikkelingseffecten
Sector	Sectorspecifiek	Idem
Weging		gewogen index: - leefbaarheid van het project: 150 punten - ontwikkelingseffecten: 150 punten - strategische rol DEG: 100 punten - return on equity: 100 punten
Stadia	CIP, due diligence, four-eye principle	CIP, due diligence, four-eye principles
Gebruik in goedkeuringsproces	Tabel met cijfers naar IC	Een pagina samenvatting met elementen van GPR + grafiek; apart vermelden van belangrijke aspecten op het vlak van ontwikkelingspolitiek (bv. bijdrage tot MDGs)
Quid niet opgenomen elementen	geen mogelijkheid om specifieke elementen te vermelden	Open vragen bij opstellen van GPR; apart vermelden van belangrijke aspecten op het vlak van ontwikkelingspolitiek (bv. bijdrage tot MDGs)



INHOUD:		
1. Financiële leefbaarheid gescreend	<p>Company risk: financial risk and FI risk (on client level);</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Environmental and Social risk (9 indicatoren)</li> <li>- Financial Sustainability Factor (10 indicatoren)</li> </ul> <p>Ook screening van compliance met FMO actieplan Verwijzing naar E&amp;SMS</p>	gelijklopend; ge-update
2. Ontwikkelings-effecten gescreend	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Corporate Sustainability Priorities: environmental and social development impact (2 indicatoren)</li> <li>- Economic Development Impact (EDIS) On shareholders (5 indicatoren)</li> <li>On stakeholders(5 indicatoren)</li> </ul>	<p>Algemeen: Environmental standards; corporate social benefits</p> <p>FIs: specifieke focus on contribution to financial sector: savings mobilization &amp; <b>diversification</b> of credit allocation</p>
	Kwantitatieve indicatoren:	Zie gedetailleerde handleiding
3. Rol van	vooral rond additionaliteit, catalyserende werking en non-financiële rol	Verwijst naar <b>prioriteiten van DEG</b> zoals promotie van MKB; investeringen in Afrika, in LICs en hoge risico landen; equity finance; mobilisering van private kapitaal; promotie van corporate governance, environmental standards, social standards en CSR
4.	Facility Risk (client + product)	Return on equity
Aard van de vragen	Brede definiëring van de verschillende indicatoren; geen mogelijkheid tot commentaar	Informatie zie uitgebreide handleiding
Rapportage	enkel op basis van ex-ante score voor EDIS; FI: informatie over activa, netto winst, portfolio, aantal ontleners, aantal spaarders	op basis van ex-post GPR; specifieke vermelding van DEG prioriteiten (% wijzigingen), aantal projecten per categorie; vergelijking lopende portefeuille/nieuwe projecten; vergelijking ex-ante/ ex-post resultaten; verbetering per groep indicatoren; regionale verdeling; realisaties betreffende prioritaire indicatoren (zie beleid); MDG bijdrage



***Bijlage 9: Cambodja Country Case***