

La microfinance indienne entre en Bourse : ouverture du capital de SKS

Le 28 juillet 2010, SKS (www.sksindia.com), la plus grande institution de microfinance (IMF) indienne servant 5,8 millions de clients, a été la première IMF indienne à émettre des actions en Bourse dans le cadre d'une première offre publique de souscription¹. L'introduction en Bourse a été un succès au regard de toutes les normes des marchés financiers : l'offre a été sursouscrite 13 fois et a attiré des groupes d'investissement majeurs tels que Morgan Stanley, JP Morgan et le Quantum Fund de George Soros. La valorisation de la société a atteint le haut de la fourchette de prix d'émission, à 1,5 milliard de dollars², et cinq semaines après la cotation, le prix de l'action avait augmenté de 42 %.

Après l'introduction en Bourse spectaculaire de Banco Compartamos au Mexique en 2007 (cf. Rosenberg 2007), SKS entre ainsi à son tour dans le petit groupe des IMF ayant ouvert leur capital au public³. SKS est également la première société à franchir ce cap sur le marché concurrentiel en pleine croissance de la microfinance indienne. Au cours des quatre dernières années, la clientèle des IMF indiennes s'est accrue de 10,5 à 26,7 millions de clients (Access Development Services 2007, 2008, 2009 et à paraître). Depuis trois ans, SKS est en tête de ce marché en termes de taille et d'accès au capital. À l'échelle mondiale, SKS est parmi les IMF présentant la plus forte croissance, avec un taux de croissance annuel composé du portefeuille de 165 % depuis 2004.

Cette entrée en Bourse est un événement notable non seulement parce que SKS est un acteur influent sur un grand marché, mais également parce qu'elle signale une transition importante : pour la première fois, des investisseurs individuels indiens peuvent acheter les actions d'une IMF. Cet événement et ses conséquences sont également suivis de près par des investisseurs, des dirigeants et des décideurs politiques partout dans le

monde, alimentant les discussions sur les avantages et les risques du recours aux marchés financiers classiques.

Cette *Note Focus* a été publiée pour exposer des faits, poser des questions et contribuer au débat international sur cet événement significatif. La première partie décrit brièvement les principales caractéristiques du secteur de la microfinance en Inde et fournit des informations générales sur SKS. La deuxième partie analyse les détails de l'introduction en Bourse et les raisons de la valorisation élevée. En conclusion, nous proposons une discussion sur les possibles implications de cette introduction en Bourse, en particulier pour les personnes pauvres.

Notre analyse se fonde sur les informations disponibles au moment de la publication, provenant de sources diverses, notamment des informations de marché, des articles de presse et les documents que SKS a dû soumettre au SEBI (*Securities and Exchange Board of India*), l'autorité de régulation boursière indienne, dans le cadre du processus d'introduction. Par ailleurs, le fondateur et président de SKS, Vikram Akula, a accepté de commenter une première version du présent document. Ce document étant publié à peine quelques semaines après l'introduction en Bourse, nous supposons que de nouvelles informations, questions et analyses ne manqueront pas d'émerger dans un avenir proche.

Le contexte : la microfinance en Inde

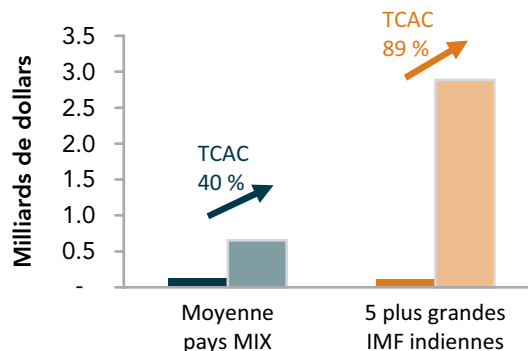
L'Inde compte 1,2 milliard d'habitants, dont trois quarts vivent avec moins de deux dollars par jour (Banque mondiale 2005), ce qui en fait le plus grand marché potentiel de microfinance au monde. L'Inde a très tôt pris conscience des besoins financiers non satisfaits de sa population pauvre, et a, dès le XIX^e siècle, initié

1. Au moins une autre IMF en Inde, Capital Trust, est cotée en Bourse, mais il s'agit à l'origine d'une société d'un autre secteur financier qui s'est convertie à la microfinance et n'a donc pas été introduite en Bourse en tant que prestataire de microfinance.
 2. Sauf indication contraire, toutes les données sur SKS et les IMF indiennes sont celles du 31 mars 2010, converties au taux de change US\$/INR de 44,97. Pour les données relatives à l'introduction en Bourse, le taux de conversion US\$/INR appliqué est de 46,5, soit le taux qui avait cours au moment de l'introduction.
 3. Outre SKS et Banco Compartamos, quelques autres institutions financières offrant des services de microfinance ou ayant des liens étroits avec la microfinance sont cotées en Bourse. Plusieurs d'entre elles sont décrites dans Lieberman et al. (2008).

et appuyé de nombreux efforts progressifs d'inclusion financière, tels que la banque d'épargne postale, les institutions financières coopératives et les banques rurales régionales. Au cours des 20 dernières années, deux autres approches ont gagné en importance : des groupes d'entraide communautaires appelés *self-help groups* (SHG), qui empruntent directement auprès des banques et redistribuent des crédits à 4,5 millions de groupes comprenant 58,5 millions de membres, et des IMF indépendantes, qui servent 26,7 millions de clients (Access Development Services, à paraître). Les deux systèmes, SHG et IMF, tirent parti de la politique de prêts sectoriels prioritaires de la Banque centrale indienne, qui impose aux banques indiennes d'accorder une part significative de leur portefeuille de prêts aux secteurs non desservis et aux petits producteurs. Prêter aux SHG et aux IMF permet aux banques de satisfaire à une partie de ces exigences.

Il y a dix ans, la plupart des IMF indiennes avaient un statut d'organisation non gouvernementale (ONG) et se concentraient sur l'adaptation du modèle de prêt de groupe importé du Bangladesh. À cette époque, quelques ONG de microfinance ont commencé à se transformer en institutions financières non bancaires (IFNB) pour capter des investissements en fonds propres. Ce changement de statut juridique a permis aux IMF de lever davantage de fonds et de se développer plus rapidement (voir figure 1). Aujourd'hui, les IFNB offrent plus des quatre cinquièmes des microcrédits, sur un marché dominé

Figure 1. Croissance du portefeuille 2004–2009

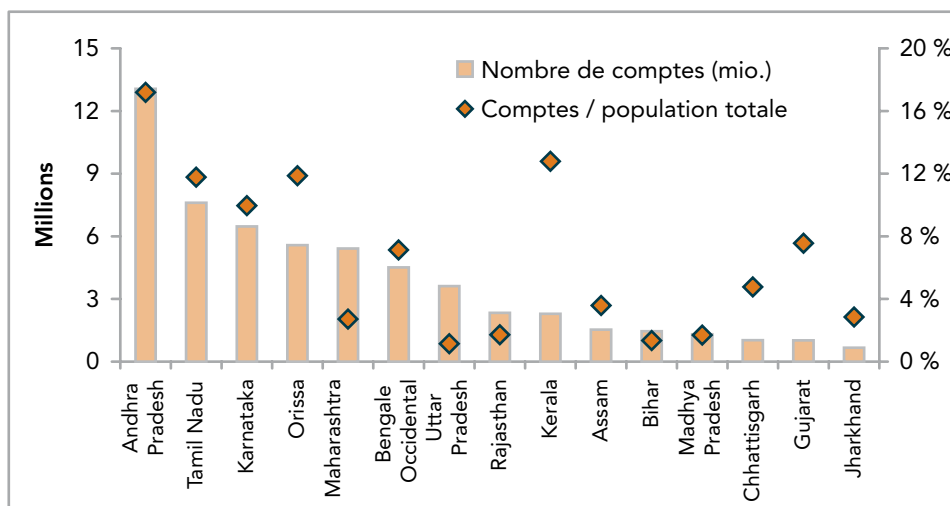


Source : MIX Market. TCAC = taux de croissance annuel composé

par cinq grandes IMF, dont SKS (Intelicap 2010). Les plus grandes IMF du pays lèvent la plupart de leurs fonds propres auprès de sources commerciales, et ces fonds propres leur permettent ensuite d'emprunter relativement facilement auprès des banques.

La croissance de la microfinance se concentre dans six des 28 États indiens. Ces États représentent 70 % des clients des IMF et des SHG, contre seulement 32 % de la population (figure 2). Et le rythme de croissance soutenu d'une partie de ces marchés, peut-être déjà saturés, pourrait accroître les vulnérabilités (Chen, Rasmussen et Reille 2010). La concurrence croissante offre aux clients un choix plus large, mais peut également générer une situation d'endettement croisé (plusieurs IMF et SHG prêtant aux mêmes clients). Cette situation

Figure 2. Portée combinée des SHG et des IMF



Source : Access Development Services 2009

peut initier de nouvelles dynamiques de marché et modifier les relations clients, pour finalement aboutir à des problèmes de remboursement. Conscientes de ces pièges, les IMF indiennes ont récemment créé le *Microfinance Institutions Network* (MFIN), une association regroupant la plupart des grandes IMF du pays, pour mettre en place un code de conduite ainsi qu'une centrale des risques de microcrédit (Mahajan et Vasudevan 2010). Reste à savoir si les actions collectives du MFIN parviendront à gérer efficacement ces risques. En attendant, les IMF poursuivent leur croissance rapide.

La société

SKS est issue de SKS Society, une ONG créée à la fin de l'année 1997. À ses débuts, SKS Society était financée par des dons⁴ individuels et institutionnels, et se concentrait sur les marchés de sa région, l'État d'Andhra Pradesh. En avril 2005, SKS Society s'est lancée dans un plan de croissance agressif, sortant pour la première fois des frontières de l'État d'Andhra Pradesh, et a entrepris de transférer ses activités de microfinance dans une nouvelle IFNB baptisée SKS Microfinance, plus connue sous le simple sigle de SKS.

Le cœur de métier de SKS est la distribution de produits de crédit basiques, communs à la plupart des IMF d'Asie du Sud, notamment un prêt de groupe standard sur 50 semaines représentant 85 % de son portefeuille. Le reste du portefeuille consiste surtout en de petits prêts complémentaires accordés à des clients disposant déjà d'un prêt standard. Des services supplémentaires, tels que la distribution de polices d'assurance-vie, génèrent des produits hors intérêts représentant environ 6 % du revenu total de SKS.

Le fondateur et président de SKS, Vikram Akula, motivé par le désir « de ne jamais devoir dire non à une personne pauvre qui demande seulement qu'on lui accorde une chance », s'est inspiré des modèles économiques à but lucratif à forte capacité d'extension (GlobalX 2008). Par exemple, pour la conception des programmes de formation des agents

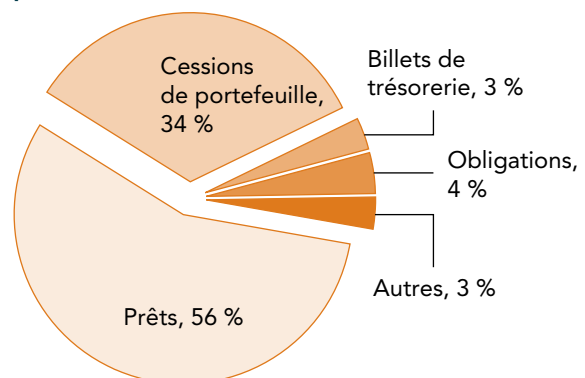
de crédit, SKS s'est inspiré des modèles McDonald's et Starbucks, qui lui ont permis de former plus de 500 nouveaux agents par mois et d'ouvrir plus de deux nouvelles agences par jour.

SKS est allé plus loin dans l'innovation en faisant largement appel à du capital-risque commercial étranger pour alimenter sa croissance. Deux de ses investisseurs de la première heure, Vinod Khosla et Unitus⁵, étaient tous deux étroitement connectés à la communauté américaine du capital-risque, et ils ont par la suite prouvé leur influence en faisant entrer dans le capital de SKS Sequoia Capital, une société californienne leader sur le marché international du capital-investissement qui n'avait encore jamais investi dans la microfinance.

À part l'accès au capital-investissement, les autres sources de financement de SKS sont plus typiques des IMF indiennes : 90 % de son portefeuille est financé en monnaie locale par des banques et des institutions financières indiennes, soit par des emprunts, soit par des cessions de portefeuille. Les autres sources sont limitées (figure 3). La mobilisation de l'épargne est exclue car la législation l'interdit aux IFNB indiennes.

SKS reste étroitement liée à son ONG d'origine, SKS Society, qui gère divers programmes de développement, notamment un projet pilote ciblant

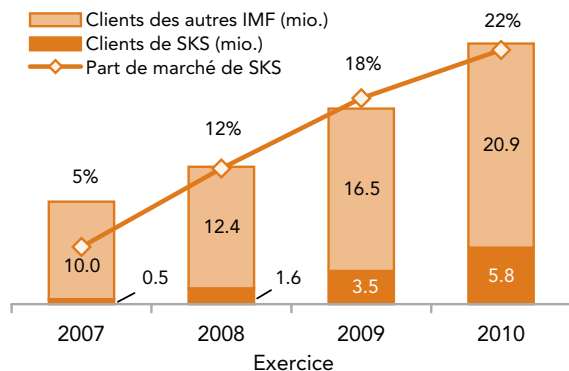
Figure 3. Sources de financement du portefeuille



Source : SKS

4. Le CGAP a accordé à SKS Society une subvention de 50 000 dollars dans le cadre du programme Pro-Poor Innovation Challenge en 2001.
5. Khosla est co-fondateur de Sun Microsystems, une entreprise de technologies de l'information basée aux États-Unis. Unitus est une organisation de microfinance à but non lucratif également basée aux États-Unis, qui investit dans SKS via sa filiale Mauritius Unitus Corporation. Unitus a récemment annoncé sa décision de réduire progressivement ses activités de microfinance.

Figure 4. Part de marché en augmentation sur un marché de croissance



Source : données de SKS, Access Development Services

Tableau 1. SKS et son groupe de pairs

	SKS	Cinq plus grandes IMF indiennes (valeur médiane)	150 plus grandes IFNB du MIX (valeur médiane)
ROE	22 %	40 %	11 %
ROA	5,0 %	5,0 %	2,1 %
Dettes/fonds propres	3,2	7,9	4,1
Croissance du portefeuille (2008–2009)	54 %	68 %	21 %
TCAC du portefeuille (sur 5 ans)	166 %	89 %	36 %
Rendement du portefeuille	25,7 %	25,9 %	29,0 %
Produits hors intérêts sur prêts/actifs	1,6 %	0,2 %	nd
Ratio des charges d'exploitation	10,2 %	6,4 %	14,5 %
Ratio des charges financières	8,8 %	9,1 %	6,5 %
PAR30	0,40 %	0,28 %	3,95 %

Notes : la croissance et le TCAC du portefeuille, le ratio des charges d'exploitation et le rendement incluent les portefeuilles cédés ; ratio des charges d'exploitation = charges d'exploitation / encours de crédits moyen ; PAR30 : PAR30 / encours de crédits moyen.
Source : MIX (2009), rapports annuels de SKS et des IMF indiennes (mars 2010)

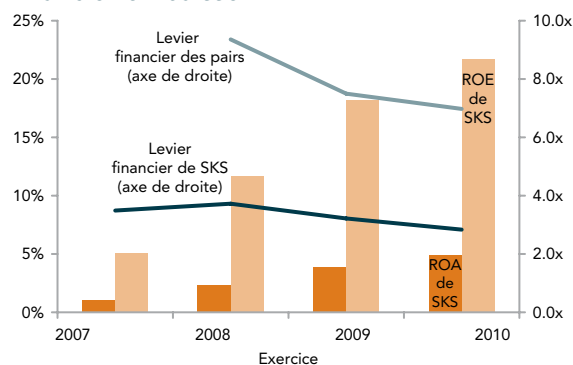
les personnes « ultra-pauvres ». Ce projet mobilise des subventions pour renforcer les capacités et les actifs de personnes trop pauvres pour accéder directement à la microfinance classique, en vue de les aider à sortir de l'extrême pauvreté et à devenir des clients de microfinance⁶. SKS Society gère également un programme éducatif comprenant 55 écoles pilotes, et a récemment conclu un partenariat avec la campagne de santé publique « Deworm the World », qui utilise le réseau de SKS pour distribuer des comprimés vermifuges aux enfants des emprunteurs de SKS.

Performance financière

Au cours des quatre dernières années, SKS s'est surtout illustrée par sa stratégie de croissance (figure 4). Chose impressionnante, cette croissance s'est accompagnée d'une forte hausse de la rentabilité.

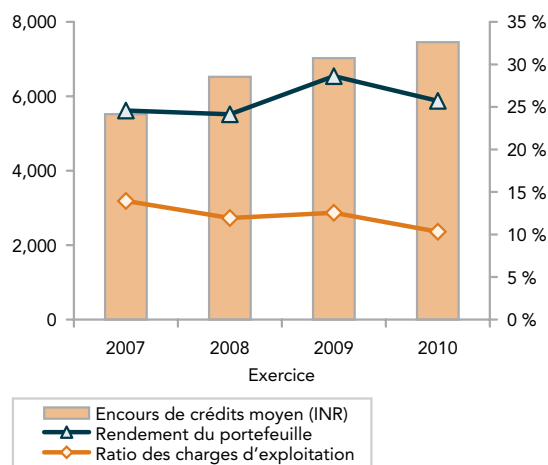
En 2010, le rendement des actifs (ROA) est de 5 %, une performance comparable à celle des cinq principales IMF indiennes (tableau 1), bien que le rendement des fonds propres (ROE) de 22 % soit nettement à la traîne du même groupe de pairs. Ce niveau de ROE s'explique en grande partie par un levier financier encore très faible, qui laisse à SKS une marge de manœuvre substantielle pour accroître le rendement des investisseurs en empruntant davantage pour financer sa croissance (figure 5).

Figure 5. ROE en hausse malgré un levier financier en baisse



Source : données de SKS, MIX Market

6. Ce programme est l'un des neuf projets pilotes affiliés au CGAP–Ford Foundation Graduation Program, qui entend reproduire dans d'autres environnements le succès du programme Ultra Poor de la BRAC au Bangladesh. Dans le cadre de ce programme, SKS Society a reçu des fonds et d'autres types d'assistance.

Figure 6. Amélioration de l'efficacité

Source : données de SKS; les ratios incluent les cessions de portefeuilles.

Du côté des produits, le rendement du portefeuille de SKS, de 25,7 %, est comparable à celui des grandes IMF indiennes, mais nettement inférieur aux 33 % de valeur médiane internationale pour l'ensemble des IFNB présentant des rapports au MIX⁷. Dans le même temps, SKS se distingue par une part importante de produits hors intérêts, comprenant les cessions de portefeuille ainsi que les frais et commissions sur les assurances. SKS dégage nettement plus de produits hors intérêts sur prêts que les autres grandes IMF indiennes.

La structure des coûts, quoique assez basse selon les critères internationaux, distingue SKS de ses homologues indiennes. Les investissements dans les agences, le personnel et les systèmes nécessaires pour soutenir la croissance rapide ont accru le ratio des charges d'exploitation, qui atteint 10,2 %, un niveau nettement supérieur à celui de ses concurrentes. Cependant, le ratio des charges d'exploitation a connu une baisse significative entre 2007 et 2010 grâce à la maîtrise croissante des coûts (figure 6). Cette amélioration est sans doute due pour partie à des gains d'efficacité opérationnelle ainsi qu'à la maturation de la base de clientèle, qui entraîne une

hausse des soldes moyens de prêt. Le ratio devrait continuer à baisser avec le ralentissement de la croissance et la maturation de la clientèle.

Recours au capital-investissement : premier pas vers l'entrée en Bourse

En août 2005, la nouvelle IFNB SKS était opérationnelle. Elle avait achevé sa transformation grâce à la création de cinq MBT (voir encadré 1), qui sont devenus les premiers actionnaires de la nouvelle société. En mars 2006, SKS a procédé à une première levée de fonds propres à hauteur de 1,6 million. Les investisseurs étaient Unitus, la Small Industries Development Bank of India (SIDBI), Vinod Khosla et Ravi Reddy⁸. Avec ces fonds, SKS a acheté les activités de microfinance et le portefeuille de prêts de SKS Society pour 1,25 million de dollars, soit 3,5 fois leur valeur comptable, alors qu'en 2005, ce type de rachat s'effectuait à 1,7 fois la valeur comptable en valeur médiane mondiale des IMF (Reille 2010). En retour, SKS Society a reversé pratiquement tout le produit de la vente aux MBT pour leur permettre d'acheter des parts supplémentaires du capital de SKS.

En mars 2007, SKS a achevé une deuxième levée de fonds propres, à hauteur de 12 millions de dollars, menée par Sequoia. À peine neuf mois plus tard, SKS a obtenu 23 millions de dollars supplémentaires en une seule levée de fonds propres, principalement auprès d'actionnaires existants, notamment 4,7 millions de Sequoia. Cette tendance s'est poursuivie même après le déclenchement de la crise financière mondiale à l'automne 2008 : SKS a alors achevé une quatrième levée de fonds propres, à hauteur de 75 millions de dollars, menée cette fois-ci par Sandstone Capital, un autre fonds de capital-investissement classique n'ayant encore jamais investi dans la microfinance.

En 2005, SKS était encore principalement la propriété des MBT, et en 2009, elle était principalement détenue par des investisseurs

7. D'importantes cessions de portefeuille par SKS et les autres IMF indiennes créent des distorsions lorsqu'on utilise le rendement comme indicateur des taux d'intérêt effectifs payés par les clients, bien qu'il s'agisse de l'indicateur le plus proche disponible à l'heure actuelle.

8. La SIDBI est une institution financière publique qui appuie le développement des petites entreprises. Elle finance des IMF, principalement par des prêts, bien qu'elle détienne une part minoritaire du capital de SKS et de plusieurs autres IMF IFNB. Reddy est cofondateur de Vistaar Technologies.

Encadré 1. Mutual Benefit Trusts – Quel est l’enjeu pour les clients de SKS ?

Plusieurs IMF indiennes ayant débuté comme des ONG à but non lucratif ont par la suite transféré leurs activités dans des IFNB à but lucratif. Pour réaliser cette opération dans l’environnement réglementaire indien, elles ont transféré des actifs dans des fondations spécialement créées, appelées « mutual benefit trusts » (MBT), qui ont à leur tour investi dans des IFNB nouvellement créées^a.

Dans le cas de SKS, cinq MBT ont été créés avec des dons de SKS Society et d’autres sources, et ces MBT ont à leur tour injecté des fonds propres dans la nouvelle société SKS. La structure des MBT garantissait également que les clients de SKS étaient bien les bénéficiaires ciblés par ces fondations. En tout, les cinq MBT ont réalisé pour 7,9 millions de dollars d’investissements dans le capital de SKS, dont 0,9 million de sources philanthropiques. Les 7 millions restants ont été indirectement financés par du capital-investissement privé, via deux transactions séparées^b. Au moment de l’introduction en Bourse, les participations des cinq MBT dans SKS valaient 220 millions de dollars. Le bénéfice potentiel de ce profit inattendu pour les clients de SKS est un aspect positif et novateur de l’introduction en Bourse.

Cependant, il est compliqué de définir des mécanismes pour tenir compte des voix de millions de clients et représenter leurs intérêts. Cette tâche est d’autant plus ardue pour une entreprise de la taille et de la complexité de SKS, soumise à des lois et réglementations parfois difficiles à comprendre et à respecter. De plus, les MBT avaient été créés cinq ans auparavant, au moment où SKS était une organisation beaucoup plus petite, principalement active dans l’État d’Andhra Pradesh. Avec la croissance de SKS, les MBT ont été confrontés au défi de la représentation efficace d’une clientèle beaucoup plus importante, dans l’ensemble du pays.

Au moment de l’introduction en Bourse, chaque MBT était dirigé par une assemblée générale de 100 membres élus parmi les clients de SKS. Les statuts des MBT, conçus par SKS Society, prévoyaient la nomination d’administrateurs pour prendre les décisions. Dans les mois qui ont précédé l’introduction

en Bourse, le mandat des administrateurs a été révisé et plusieurs administrateurs ont démissionné. Les deux seuls administrateurs restant étaient Vikram Akula, fondateur et président de SKS, et Ankur Sarin, ancien directeur de SKS Society. Ainsi, des pouvoirs décisionnaires considérables se sont trouvés concentrés entre les mains de deux individus présentant des liens étroits avec SKS ou SKS Society. En théorie, les administrateurs sont tenus de rendre compte à l’assemblée générale de chaque MBT, mais comme le mandat des administrateurs a été initialement structuré par SKS Society et que les clients sont peu susceptibles de disposer des connaissances ou de l’expérience nécessaires pour pleinement évaluer les décisions financières prises, il est difficile d’apprécier le degré de transparence effective du système. De plus, il pourrait s’avérer difficile pour les clients de SKS de demander des comptes au fondateur et président de la société qui leur fournit des services financiers.

Les problèmes de gouvernance des MBT ont été mis en lumière en janvier 2010, lorsque ces derniers ont offert des actions de SKS à hauteur de 1,3 million de dollars (environ 1 % du total des actifs des MBT à cette époque) à la famille de Sitaram Rao, ancien directeur général de SKS brutalement décédé en 2009. Rao avait contribué à la mise en place de SKS, était l’administrateur représentant les MBT au conseil d’administration de SKS et avait été très actif dans les négociations avec les investisseurs pour permettre aux MBT de conserver une participation significative dans le capital de la société. Nous disposons de trop peu d’informations pour tirer des conclusions définitives sur le bien-fondé de ce don à la famille de Rao. Par exemple, il serait utile de savoir si les autres investisseurs ont été consultés ou si d’autres options ont été examinées pour offrir une compensation, de la part de la société ou des investisseurs, sans diminuer les actifs des MBT. Quoi qu’il en soit, la taille de ce don soulève des questions et met en lumière d’éventuelles lacunes au niveau de la responsabilité et de la surveillance des administrateurs des MBT.

Dans les mois et les années à venir, les exigences à l’égard de la gouvernance des MBT vont

(Suite de l’encadré page suivante)

Note : cet encadré s’inspire de Kumar et Rozas (2010), et les chiffres clés concernant les MBT proviennent de Vikram Akula. De nombreux détails ont également été confirmés sur la base des rapports annuels de SKS ainsi que des prospectus préliminaires et finaux de la société.

^a Le recours des IMF aux MBT est courant en Inde. Cependant, les détails spécifiques des transactions diffèrent sans doute grandement d’une IMF à l’autre et doivent être examinés au cas par cas.

^b La première transaction a eu lieu en 2006, lorsque SKS a utilisé des capitaux d’investisseurs pour acheter le portefeuille de SKS Society (environ 1,25 million de dollars, un prix supérieur à sa valeur comptable). SKS Society a ensuite re-transféré la plupart de ces fonds dans les MBT pour investir dans SKS. La seconde transaction a eu lieu en janvier 2008 pendant la troisième levée de fonds propres. Les MBT se sont vu allouer des actions d’une valeur de 6,1 millions en contrepartie d’un paiement initial égal à seulement 5 % de ce montant. Le reste du paiement a eu lieu seulement deux ans plus tard, fin décembre 2009, financé par un prêt auprès d’un autre investisseur de SKS. Notons que le prix auquel ces actions ont finalement été achetées était le prix original de 2008, neuf fois inférieur au cours de décembre 2009. L’achat anticipé à bas prix a permis un gain de capital d’environ 50 millions de dollars pour les MBT.

Encadré 1 (suite)

certainement se renforcer. Les parts détenues par les MBT représentent des sommes considérables, et bien que la plupart des actions soient bloquées pour encore quelques années, les 42 millions de liquidités perçus par les MBT sur les ventes d'actions après l'introduction en Bourse doivent être gérés prudemment. Selon les statuts des MBT et la volonté des administrateurs, les produits de ces ventes sont censés être versés à SKS Society, l'institution qui a initialement créé les MBT. SKS society entend notamment accroître rapidement le nombre d'écoles accueillant les enfants des clients de SKS. Cependant, SKS Society reste une petite ONG qui n'a pas l'expérience d'un travail à l'échelle nationale et n'a jamais absorbé des fonds à hauteur de ceux que les MBT entendent lui fournir. Les MBT ont leur mot à dire sur l'utilisation des fonds, et il serait prudent d'examiner les priorités et les capacités de SKS Society, la possibilité pour les MBT

de financer d'autres ONG et même la possibilité de redistribuer des sommes aux clients de SKS. Nommer des administrateurs qualifiés, indépendants, sans lien actuel ou passé avec SKS ni avec SKS Society permettrait de garantir que les décisions soient prises dans le meilleur intérêt des clients de SKS.

Reste également la délicate question de la représentation des intérêts des clients de SKS au conseil d'administration de SKS. Actuellement, les intérêts des clients sont principalement représentés par Akula, dont les propres intérêts financiers sont placés en grande partie dans des actions de SKS. C'est une influence comparable qui a permis par le passé aux MBT d'obtenir et de conserver une part substantielle du capital de SKS. À l'avenir, il importera de réfléchir à la meilleure façon de représenter les intérêts des clients de SKS alors que la société continuera de progresser en taille et en sophistication.

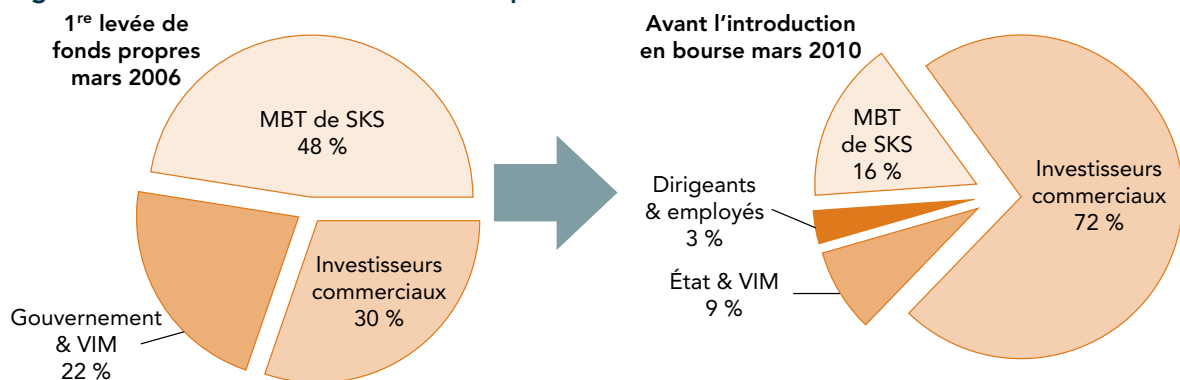
commerciaux (figure 7). Fin 2009, il était devenu évident que SKS préparait une introduction en Bourse, une stratégie de sortie potentiellement lucrative pour ces investisseurs.

Au cours des derniers mois de préparation de l'introduction en Bourse, une transaction importante d'actions a été effectuée. En janvier 2010, SKS a vendu une part de 1,5 % au Catamaran Fund, créé par le célèbre fondateur d'Infosys, Narayana Murthy. Cette part a été vendue à un prix préférentiel de 300 roupies indiennes (INR) par action, soit moins de la moitié du prix appliqué lors d'autres ventes d'actions effectuées par SKS à cette époque. Murthy a également été nommé

président d'un nouvel organe consultatif de SKS : en associant son nom à celui d'un des plus respectables investisseurs en Inde, SKS renforçait sa crédibilité avant l'introduction en Bourse (Chanchani 2010).

Dans les mois qui ont précédé l'introduction en Bourse, des collaborateurs clés, notamment le président Akula et le PDG Suresh Gurumani, ont également procédé à des ventes d'actions importantes. Tous deux ont exercé environ un quart des options qu'ils avaient obtenues en 2007–2008 pour engranger respectivement 11,9 millions et 1,6 million de dollars (voir encadré 2). Tous deux ont bloqué leurs options non exercées, d'une valeur

Figure 7. Évolution de la structure du capital de SKS



Source : données de SKS

Chronologie de SKS

1997

- Fondation de SKS Society (ONG)

2003 11 000 clients

- Création des MBT, dotés de 500 000 dollars provenant de dons privés
- Création de SKS, avec les MBT comme seuls investisseurs (99,5 %)

2005 74 000 clients

- Enregistrement de SKS comme IFNB
- Achat par SKS du portefeuille de SKS Society ; transfert du produit de la vente aux MBT

2006 173 000 clients

- Première levée de fonds propres (1,6 million de dollars)
- Investissement d'un million de dollars supplémentaires par les MBT

2007 513 000 clients

- Deuxième levée de fonds propres (12 millions de dollars)
- Achat par Sequoia d'une part de 19 % du capital

2008 1 630 000 clients

- Troisième levée de fonds propres (37 millions de dollars)
- Achat par les MBT d'actions partiellement libérées (voir encadré 1)
- Augmentation de la part de Sequoia à 27 %
- Démission de Vikram Akula du poste de DG/PDG ; il reste président.

2009 3 520 000 clients

- Quatrième levée de fonds propres (75 millions de dollars)
- Paiement par les MBT du solde restant pour les actions acquises en 2008
- Achat d'une part de 12 % par Sandstone

2010 5 800 000 clients

- Émission d'actions pour le Catamaran Fund de Murthy
- Introduction en Bourse : levée de 155 millions de dollars

totale de 85 millions, pour les trois ans suivant l'introduction en Bourse, afin de corréliser leurs incitations financières aux performances à long terme des titres de la société. Si l'octroi de stock options aux dirigeants est une pratique courante dans les secteurs économiques traditionnels, la rémunération des dirigeants est sujet à controverse partout dans le monde depuis le début de la crise financière. L'introduction en Bourse de SKS a soulevé de nombreuses questions sur la moralité de ces niveaux élevés de rémunération des dirigeants et sur leur compatibilité à long terme avec les activités des organisations et entreprises servant des clients pauvres (voir tableau 2 pour une liste des dirigeants de SKS au moment de l'introduction en Bourse).

L'introduction en Bourse

Pour exécuter la transaction, les dirigeants de SKS ont sélectionné Citigroup Global Capital Markets, Kotak Mahindra Capital et Credit Suisse Securities (Inde), un consortium de banques d'investissement associant connaissance du marché indien et liens avec des investisseurs institutionnels internationaux. Le 28 juillet 2010, SKS a introduit une part de 23,3 % de son capital à la Bourse de Bombay (BSE) et la Bourse nationale indienne (NSE) pour 350 millions de dollars. L'opération comprenait une nouvelle émission de 10,3 %, rapportant à SKS 155 millions de capitaux neufs. Une vente supplémentaire, offerte par des actionnaires existants, de 13,0 % du capital post-introduction a rapporté 195 millions aux actionnaires vendeurs. Ces derniers (le groupe des promoteurs de la vente) ont vendu chacun environ un quart de leurs parts lors de l'introduction en Bourse et, pour se conformer à la réglementation, ont bloqué environ 60 % de leurs parts restantes pour trois ans. Le groupe des promoteurs se composait de filiales de trois groupes d'investissement privés – Sequoia, Kismet et Unitus – ainsi que des MBT (voir annexe I pour une liste complète des investisseurs).

L'opération a été bien accueillie par les marchés, et l'offre totale a été sursouscrite 13 fois en haut de la fourchette de prix de 850-985 INR par action. Les investisseurs individuels, qui pouvaient bénéficier

Encadré 2. Rémunération des dirigeants
Tableau B2-1 : stock-options (millions de dollars)

Date d'attribution	Gain réalisé	Valeur encore non réalisée**
Vikram Akula	15,2	68,9
Mars 2007*	3,3	-
Octobre 2007	11,9	26,6
Novembre 2008	-	42,3
Suresh Gurumani	1,6	16,1
Décembre 2008	1,6	16,1

* Attribution approuvée en mars 2006, mais émission des actions un an plus tard pour des raisons fiscales
 ** État au 17 septembre 2010 ; options bloquées pour trois ans après l'introduction en Bourse
 Source : données de SKS, NSE, BSE

La rémunération des dirigeants, en particulier du président et du PDG, se fait principalement en stock options. À l'exception de la vente d'actions à prix réduit en mars 2007 à Akula, qui avait été initialement approuvée un an auparavant dans le cadre d'une attribution d'options, toutes les autres options ont été émises à un prix d'exercice conforme au prix appliqué aux transactions de capital-investissement, ce qui garantissait que ces dirigeants ne pourraient tirer profit de ces options que si le capital de la société prenait de la valeur. Outre les deux plus hauts dirigeants qui ont reçu ensemble environ 50 % du total des options attribuées, SKS a accordé 8 % aux deux autres personnes de l'équipe dirigeante. Les 42 % restants ont été attribués à des cadres supérieurs et moyens de la société, sur la base de leur ancienneté et de leur niveau de responsabilité. Au total, environ un quart du personnel de SKS était concerné (Kumar et Rozas 2010).

d'une réduction de 50 INR sur le prix de l'action, ont souscrit 2,8 fois⁹. L'offre a eu beaucoup de succès auprès des investisseurs institutionnels internationaux : des institutions financières internationales de premier plan, telles que JP Morgan, le Quantum Fund de George Soros, BNP Paribas et Crédit Agricole, ont souscrit l'offre.

Il s'agissait de la 38^e introduction à la BSE en 2010 et de la quatrième en importance. Le calendrier était également très favorable, car l'introduction a eu lieu lors d'un pic de deux ans de l'indice SENSEX de cette place boursière. L'indice des introductions à la Bourse de Bombay, qui suit la performance des titres nouvellement cotés, se trouvait également à un pic de deux ans (voir encadré 3 pour un résumé des détails de l'introduction).

Tableau 2. Dirigeants de SKS au moment de l'introduction en Bourse

Nom	Catégorie	Description
Vikram Akula	Direction	Président et fondateur de SKS
Suresh Gurumani	Direction	PDG de SKS
V. Chandrasekaran	Représentant des investisseurs	Représentant et ancien directeur général de la SIDBI
Sumir Chadha	Représentant des investisseurs	Représentant et directeur général de Sequoia Capital India
Ashish Lakhanpal	Représentant des investisseurs	Représentant et directeur général de Kismet Capital
Paresh D. Patel	Représentant des investisseurs	Représentant et PDG de Sandstone Capital
Geoffrey Tanner Woolley*	Autre	Ancien membre du conseil d'administration d'Unitus ; cadre dans le secteur du capital-risque
P. H. Ravi Kumar	Autre	Cadre dans le secteur des services financiers
Tarun Khanna	Autre	Professeur à l'Harvard Business School ; spécialiste des marchés émergents
Pramod Bhasin	Autre	Cadre dans le secteur de l'offshoring ; PDG de Genpact

* De 2006 à 2009, il a été représentant des investisseurs pour Unitus, après quoi il a été à nouveau nommé administrateur de SKS à titre individuel.

Source : données de SKS

9. Site d'information sur les introductions à la Bourse indienne : www.chittorgarh.com/ipo/ipo_detail.asp?a5253

Encadré 3. Détails de l'introduction en Bourse de SKS

Calendrier de l'offre de souscription : du 28 juillet au 2 août 2010

Premier jour de cotation : 16 août 2010

Volume d'émission : 350 millions de dollars, dont 155 millions de nouvelles actions et 195 millions correspondant aux parts d'actionnaires existants – représentant au total 23,3 % du capital post-introduction

Capitalisation boursière de SKS : 1 525 millions de dollars (à la clôture de l'offre de souscription le 2 août 2010)

Structure : 60 % des actions ont été vendues à des investisseurs institutionnels (acheteurs institutionnels qualifiés/QIB), 30 % à des investisseurs individuels et 10 % à des investisseurs non institutionnels, principalement des particuliers fortunés.

Promoteurs de la vente : MBT, Kismet, Sequoia Capital et Unitus

Premiers investisseurs : SKS a collecté dans un premier temps 64 millions de dollars auprès d'un groupe de 18 investisseurs qui se sont engagés à acheter 18 % de l'offre en haut de la fourchette d'émission, soit à 985 INF par action. Ces premiers investisseurs comprenaient JP Morgan, Morgan Stanley, India ICICI Prudential, Reliance Mutual Fund et le Quantum Fund de George Soros. Ils étaient tenus de conserver ces actions au moins 30 jours.

Souscripteurs : Citigroup Inc., Credit Suisse Group AG et Kotak Mahindra Capital Co.

Places boursières : Bourse de Bombay (BSE) et Bourse nationale indienne (NSE)

Symbole boursier : SKSMICRO

Valorisation élevée

SKS a été valorisée lors de son introduction à 4,2 fois sa valeur comptable post-introduction et 40 fois ses bénéfices pour l'exercice 2010 (tableau 3)¹⁰. La valorisation de SKS est élevée comparée à celle d'autres prestataires financiers cotés en Bourse et offrant des services aux personnes à faibles revenus, tels que Bank Rakyat Indonesia ou Compartamos, qui cotaient en moyenne à 2,6 fois leur valeur comptable en 2010¹¹ (tableau 4). Cependant, la valorisation de SKS est plus proche de celles des banques indiennes, de 1,8 à 4,8 fois leur valeur comptable.

En matière de multiple cours/bénéfice, SKS se démarque réellement. À 40 fois son bénéfice de l'exercice 2010, la valorisation excède celle des banques indiennes les plus performantes. Elle surpasse même la valorisation de Compartamos lors de son introduction en Bourse (26 fois), bien que le

Tableau 3. Valorisation de SKS lors de son introduction en Bourse

		Millions de dollars
A	Nouveaux capitaux levés	155
B	Capitalisation boursière lors de l'introduction	1 525
C	Bénéfice de l'exercice 2010	38
D	Fonds propres (mars 2010)	204
	Ratio cours/valeur comptable après augmentation de capital : B / (A + D)	4,24
	Ratio cours/valeur comptable avant augmentation de capital : B / D	7,46
	Ratio cours/bénéfice exercice 2010 : B / C	40,55
	Ratio cours/bénéfice exercice 2011e :	22 à 27

Source : analyse du CGAP, www.chittorgarh.com, rapports d'analystes

10. La valorisation de SKS lors de l'introduction représente 7,5 fois sa valeur comptable pour l'exercice 2010, alors qu'en 2009, les IMF indiennes étaient cotées à 5,9 fois leur valeur comptable en moyenne sur le marché privé, selon Reille et al. (2010).

11. Ces multiples de valorisation sont également élevés par rapport aux banques des marchés émergents qui s'échangent en moyenne à trois fois leur valeur comptable.

Tableau 4. Comparatif de valorisations

	Cours/ valeur comptable 2010e	ROE 2010e	Cours/ bénéfice 2010e
Compartamos	6,8x	37,0 %	17,3x
HDFC	4,6x	17,1 %	25,4x
SKS Microfinance	4,2x	21,6 %	40,5x
JP Morgan LIFI Index	2,6x	21,0 %	12,4x
ICICI	2,1x	8,9 %	23,2x

HDFC, ICICI: banques commerciales indiennes ; JPM LIFI Index : indice de huit institutions financières de marchés émergents servant les pauvres et cotées en Bourse

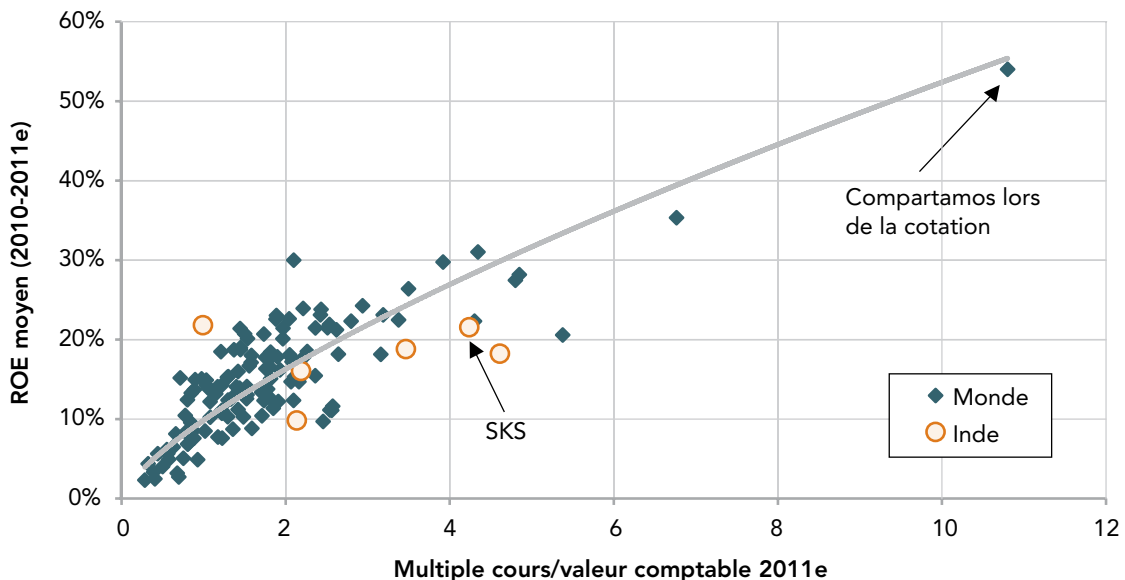
Source : JP Morgan, données de SKS, analyse du CGAP

ROE de Compartamos ait été à l'époque plus de deux fois supérieur à celui de SKS actuellement.

La valorisation de SKS à 4,2 fois sa valeur comptable ne reflète pas son ROE de 22 % en 2010. Pour les institutions financières, il existe une relation positive entre la valeur comptable et le ROE (figure 8). Ainsi, sur la base du ROE actuel de SKS, une valorisation d'environ 2,0 fois sa valeur comptable paraîtrait plus appropriée.

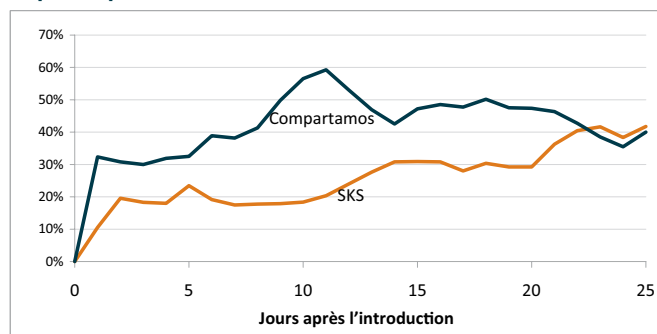
Au vu du potentiel de bénéfices de SKS dans les années à venir, on peut se demander si cette valorisation n'est pas excessive. Dans une analyse optimiste, étant donné le potentiel du marché de la microfinance indienne, SKS dispose encore d'une marge de croissance substantielle. Elle présente également un ratio dettes/fonds propres bien inférieur à celui des autres grandes IMF indiennes et la croissance par l'utilisation du levier financier pourrait venir accroître considérablement les rendements des investisseurs. Enfin, comme bon nombre de ses agences sont encore en phase de maturation, ses marges d'exploitation devraient elles aussi continuer à augmenter.

Néanmoins, d'autres facteurs pourraient affecter les bénéfices. Les taux d'intérêt et donc les rendements du portefeuille pourraient connaître des pressions à la baisse du fait d'une intensification de la concurrence et d'un renforcement de la surveillance politique. Les taux d'impayés des IMF et leur provisionnement pour prêts improductifs pourraient également s'accroître en l'absence d'une centrale des risques de crédit efficace. La création d'une centrale des risques est en cours en Inde, mais on ne sait pas encore quand

Figure 8. SKS : un cas à part dans le secteur bancaire international, en termes de rapport cours/valeur comptable contre ROE

Source : estimations J.P. Morgan, Bloomberg. Cours au 30 août 2010. Les multiples cours/valeur comptable sont calculés sur la base du cours actuel divisé par la dernière valeur comptable connue par action. L'axe du ROE se base sur le ROE moyen de ces institutions pour 2010e et 2011e.

Figure 9. Évolution du prix après la cotation. Jour 0 = introduction en Bourse



Source : Bloomberg, NSE, BSE

elle sera réellement opérationnelle ni le niveau de couverture qu'elle offrira.

Au cours de la période qui a précédé l'introduction en Bourse, plusieurs analystes boursiers ont souligné les solides perspectives de SKS, mais se sont également montrés sceptiques quant au niveau de valorisation de l'offre de souscription¹². Le prix d'introduction relativement élevé reflète probablement l'appétit des investisseurs pour les institutions financières indiennes ainsi que la forte demande des investisseurs institutionnels pour la prise de participation dans le capital ouvert des IMF.

Négociation post-introduction

Conformément à la réglementation financière indienne, les actions de SKS ont commencé à être échangées sur les deux places boursières deux semaines après la clôture de l'offre de souscription. Le marché a répondu positivement. Le premier jour de cotation, 20,6 millions d'actions (soit 1,2 fois l'offre initiale) ont été échangées, réalisant un gain post-cotation de 11 %. La valorisation a continué à monter au cours des cinq semaines suivantes, achevant cette période à 42 % au-dessus du prix d'admission, pour un volume d'échange total égal à 4,1 fois le nombre d'actions originalement cotées selon Bloomberg.

Le prix initial était plus important pour Compartamos que pour SKS après l'introduction en Bourse, mais

SKS avait rattrapé ce retard cinq semaines plus tard (figure 9). Le volume d'échange était également considérablement plus élevé que pour Compartamos. Un détail important concernant ces premières semaines d'échange est qu'un nombre significatif de collaborateurs de SKS ont saisi l'occasion de vendre des actions de la société, réalisant parfois un gain de plus de 30 000 dollars par personne.

Signification de l'introduction en Bourse et avantage potentiel pour les personnes pauvres

L'introduction en Bourse de SKS a déjà donné lieu à bien des discussions dans le monde, y compris dans la presse généraliste, et à un débat particulièrement vif en Inde. Ces discussions sont à replacer dans le contexte d'une réflexion plus large sur les mérites et les dangers de la commercialisation de la microfinance depuis plus de dix ans. La microfinance actuelle allie des objectifs commerciaux à des objectifs sociaux. Pour de nombreux spécialistes, le recours aux capitaux privés commerciaux est une démarche nécessaire pour garantir la pérennité et l'échelle des activités de microfinance. Dans le même temps, d'autres observateurs mettent en garde contre une commercialisation excessive qui concentrerait les gains entre les mains des investisseurs au détriment des pauvres. L'introduction en Bourse de SKS a été un fait saillant au cœur de ce débat, car il s'agit d'une

12. Par exemple, Bhattachariya (2010).

IMF influente sur un marché important et que cette introduction a augmenté le poids d'investisseurs dont les objectifs principaux sont plus résolument commerciaux.

Le présent document est rédigé seulement quelques semaines après l'introduction en Bourse. Cette histoire est encore en train de s'écrire et de nombreuses questions essentielles ne trouveront une réponse que dans les mois et années à venir. Toutefois, certaines observations peuvent déjà être faites à cette date sur les implications de cette introduction en Bourse et, plus généralement, de la commercialisation de la microfinance.

D'autres IMF et leurs investisseurs vont-ils être tentés de suivre l'exemple de SKS ?

Les fondateurs et promoteurs de SKS ont décidé relativement tôt qu'ils souhaitaient bâtir une IMF à même de briser un obstacle essentiel au développement à grande échelle : l'accès au capital. À cette époque, l'accès au capital-investissement classique et la cotation en Bourse étaient des phénomènes encore quasiment inédits dans le secteur de la microfinance. Au regard de cet objectif, l'introduction en Bourse de SKS a été un succès. Par cette opération, une première sur le marché indien, SKS ouvre une voie que d'autres pourraient suivre et établit une valeur de référence pour ses pairs.

D'autres IMF indiennes sont des candidates potentielles à l'introduction en Bourse au cours des trois années à venir. Plus d'une vingtaine d'IMF ont déjà attiré des investisseurs en fonds propres. En fait, en 2009, près d'un tiers du capital-investissement placé dans la microfinance était investi en Inde (CGAP 2010). Dès août 2010, la presse annonçait qu'une autre grande IMF basée dans l'État d'Andhra Pradesh, Spandana Sphoorty Financial, avait présélectionné quelques banques d'investissement pour une introduction en Bourse prévue pour le début de l'année 2011 (Reuters 2010).

Le marché indien est propice à la multiplication des introductions en Bourse, car il associe des IMF en pleine croissance financées par capital-investissement commercial à des marchés financiers bien développés et à un potentiel de demande encore largement inexploité. Quelques autres pays remplissent également ces conditions et pourraient connaître des introductions en Bourse dans le secteur de la microfinance. Cependant, la plupart des marchés émergents ne présentent pas encore d'IMF suffisamment grandes, de marchés financiers suffisamment développés ou de potentiel de marché suffisamment important pour être concernés par le phénomène.

Comment la structure de marché va-t-elle évoluer pour les IMF ?

La taille importante et la croissance soutenue de SKS étaient des facteurs essentiels pour garantir la viabilité économique de l'introduction en Bourse et pour démontrer le potentiel du secteur de la microfinance pour les investisseurs. L'Inde est déjà le marché de la microfinance présentant la croissance la plus rapide au monde et ce rythme pourrait s'accélérer encore si d'autres IMF suivent l'exemple de SKS. Cela pourrait même être l'une des conséquences les plus significatives de l'introduction en Bourse : cette croissance pourrait améliorer encore l'accès des pauvres au crédit. Cependant, le CGAP et des experts de la microfinance indienne mettent en garde¹³ contre les risques d'une croissance continue dans certaines régions déjà saturées et les dangers d'un rythme de croissance qui mettrait à mal les mécanismes de contrôle interne des IMF et nuirait à la discipline de crédit.

D'autres conséquences sont envisageables. À mesure que les secteurs financiers se développent et deviennent matures, on observe souvent un phénomène de consolidation, ce qui pourrait faire naître de nouvelles opportunités de fusions-acquisitions sur le marché indien de la microfinance. Même avant l'introduction en Bourse, la part de marché de la microfinance était de plus en plus dominée par un groupe restreint d'IMF. L'introduction

13. Par exemple, Sriram (2010).

en Bourse pourrait renforcer cette tendance si SKS et d'autres IMF ayant accès à des montants élevés de capitaux cherchent à acquérir d'autres institutions.

Toutefois, il n'est pas certain que l'Inde soit adaptée à une structure de marché dominée par quelques grandes IMF d'échelle nationale. Le marché indien est très diversifié et la communauté de la microfinance s'interroge sur les défis considérables que pourrait représenter l'expansion dans les États du nord du pays, caractérisés par un niveau de pauvreté plus extrême, de faibles niveaux d'alphabétisation, un ordre public moins bien établi et une liberté plus restreinte des femmes. Certains experts indiens pensent que le pays est trop hétérogène pour être desservi par quelques grands acteurs d'échelle nationale, et qu'un secteur plus diversifié, constitué de multiples institutions financières régionales spécialisées, serait plus efficace pour accroître le degré de portée et offrir de meilleurs services¹⁴.

La structure du marché pourrait également être affectée par l'entrée de nouveaux acteurs. La réputation de rentabilité de la microfinance pourrait éveiller l'intérêt d'IFNB et de banques extérieures au secteur qui pourraient chercher à acquérir des IMF. De nouveaux acteurs pourraient également envisager de créer des IMF dans le but de dégager rapidement des profits plutôt que d'offrir une valeur à long terme pour les clients et les actionnaires. Ces nouveaux arrivants pourraient être moins soucieux ou conscients des conséquences de leur démarche pour le marché de la microfinance, générant des risques de crédit, d'exploitation et de réputation pour d'autres IMF et leurs clients.

Les clients peuvent-ils attendre une amélioration en termes de prix et de qualité du service ?

Les effets sur les taux d'intérêt de la croissance, de la concurrence ou de la consolidation sont difficiles à anticiper. L'intensification de la concurrence en Inde au cours des dernières années n'a pas fait sensiblement baisser les rendements des portefeuilles. Le rendement du portefeuille de SKS est resté aux environs de 26 %

depuis 2004, bien qu'il ait connu un pic au cours de l'exercice 2009 pour redescendre immédiatement en 2010 avant l'introduction en Bourse. Il est possible que, si la croissance et la consolidation se poursuivent, SKS et d'autres IMF abaissent leurs taux d'intérêt et que le renforcement de la surveillance politique exerce une pression supplémentaire sur les taux. Au Mexique, trois ans après son entrée en Bourse, Banco Compartamos a partiellement répondu à l'une des principales critiques auxquelles elle était exposée avant et pendant son introduction en abaissant légèrement ses taux d'intérêt (Rosenberg 2009). En Inde, les taux pourraient baisser, mais on peut également imaginer une situation où quelques grandes IMF suffisamment solides tiendraient tête aux pressions concurrentielles et politiques pour maintenir des taux plus élevés que nécessaire.

La croissance extrêmement rapide des IMF indiennes s'est faite principalement sur la base d'une approche et de produits de prêt standard. De petits groupes d'emprunteurs se forment, chaque personne recevant un prêt de 50 semaines à rembourser en petites tranches constantes sur une base hebdomadaire ou bimensuelle. Les IMF ont misé sur cette approche standardisée pour atteindre la rentabilité, s'accroître et attirer des investisseurs. S'il est largement reconnu que les clients pauvres ont besoin d'une gamme plus étendue de produits de prêt et d'autres services financiers abordables et de qualité élevée, les choses évoluent assez lentement dans cette direction jusqu'à présent. On ne sait pas encore si les ressources supplémentaires acquises par SKS grâce à son introduction en Bourse vont l'inciter à développer plus radicalement sa gamme de produits et à améliorer la qualité de son service.

Comment les décideurs politiques vont-ils réagir ?

Depuis longtemps, l'Inde soutient et subventionne des approches diversifiées de promotion de l'inclusion financière. Les IMF ont notamment pu bénéficier de crédits dans le cadre d'une politique obligeant les banques à prêter à des secteurs prioritaires. Malgré cet engagement, certains décideurs politiques expriment des points de vue mitigés concernant

14. Ce point de vue a été défendu par Nachiket Mor, ancien dirigeant de la banque ICICI, et Bindu Ananth, président d'IFMR Trust, lors de diverses interventions publiques et dans leur correspondance avec les auteurs.

la valeur de la microfinance commerciale. Dans la période qui a précédé l'introduction en Bourse, certains dirigeants politiques et représentants officiels de la Banque centrale indienne ont remis en cause l'éligibilité des IMF qui choisissent la voie de la commercialisation : peuvent-elles continuer à bénéficier des prêts sectoriels prioritaires des banques dès lors que les bénéficiaires de la croissance profitent aux investisseurs privés, alors que l'objectif de cette politique est d'améliorer le sort des populations rurales pauvres¹⁵ ?

L'introduction en Bourse a projeté un peu plus encore les IMF sur le devant de la scène, y compris politique. Elle va générer de nouvelles discussions sur la finalité et la valeur des IMF. Même avant l'introduction en Bourse, certains thèmes étaient déjà largement débattus, comme le niveau des taux d'intérêt appliqués par les IMF, leurs pratiques de prêt et leur responsabilité dans le surendettement des personnes pauvres. Certains préconisaient que l'État se concentre davantage sur le modèle banque-SHG que sur les IMF. Les réflexions sur l'introduction en Bourse de SKS vont alimenter ces discussions et pourraient même entraîner des changements politiques.

Quel arbitrage les conseils d'administration et les dirigeants des IMF vont-ils opérer entre les intérêts des populations pauvres et les impératifs commerciaux ?

L'expérience de SKS avec les MBT (encadré 1) met en lumière la difficulté de représenter les intérêts des clients au conseil d'administration ou dans l'actionariat des IMF lorsqu'elles atteignent une certaine taille. L'introduction en Bourse a braqué plus spécifiquement les projecteurs sur la rémunération des dirigeants, soulevant des questions sur la moralité et la viabilité de rémunérations extrêmement élevées dans un secteur orienté sur le service aux populations pauvres. Ces questions sont importantes, mais au moins deux autres changements apportés par l'introduction en Bourse ne doivent pas être sous-estimés.

La transformation d'une société à capital fermé en une société à capital ouvert au public implique des exigences nouvelles et renforcées en matière de gouvernance. La réglementation relative à la constitution des conseils d'administration limite la présence de membres d'une même famille au sein d'un conseil d'administration ainsi que les transactions en liquidités entre parties liées. La plupart des entreprises cotées en Bourse doivent avoir un conseil d'administration composé d'au moins la moitié de membres indépendants par rapport à la direction, une exigence à laquelle SKS satisfait déjà. Autre aspect plus important, l'ouverture du capital au public impose à SKS une transparence accrue. Elle est par exemple tenue de publier des rapports de performance trimestriels et de se soumettre à des normes plus strictes en matière d'audit et de transparence¹⁶.

À l'heure actuelle, l'introduction en Bourse a attiré des investisseurs institutionnels tels que JP Morgan et BNP Paribas. Ces investisseurs institutionnels servent les intérêts d'un groupe plus large d'investisseurs et d'épargnants et sont donc généralement plus soucieux de leur réputation et plus enclins à prendre des mesures visant à éviter toute association avec une IMF présentant des politiques de protection de la clientèle insuffisantes, appliquant des taux d'intérêt trop élevés ou générant de la publicité négative.

Perspectives

Étant à présent cotée en Bourse et dotée de capitaux neufs, SKS dispose de plusieurs options pour l'avenir. Cherchera-t-elle à obtenir une licence bancaire, à racheter d'autres IMF, à diversifier ses produits financiers ou à investir dans d'autres secteurs ? SKS cherchera-t-elle à se développer au-delà des frontières indiennes ? SKS a atteint une certaine notoriété en défiant les attentes des observateurs et en repoussant certaines limites établies de la microfinance. Quels que soient les choix qu'elle fera, son succès à long terme dépendra en définitive de la satisfaction et de la fidélité de sa clientèle, ainsi que de sa capacité à trouver de nouveaux moyens d'améliorer les produits et services offerts aux populations pauvres.

15. Un haut représentant de la Banque centrale indienne a exprimé ce point de vue lors d'entretiens privés avec le CGAP.

16. *Securities and Exchange Board of India* (Commission indienne des opérations de Bourse), circulaire du Département des finances d'entreprise sur la clause 49 de l'accord de cotation, 29 octobre 2004.

Ressources

Access Development Services, *Microfinance India: State of Sector Report 2007*, New Delhi : Sage Publications, 2007.

———, *Microfinance India: State of Sector Report 2008*, New Delhi : Sage Publications, 2008.

———, *Microfinance India: State of Sector Report 2009*, New Delhi : Sage Publications, 2009.

———, *Microfinance India: State of Sector Report 2010*, New Delhi : Sage Publications, à paraître.

Bhattachariya P., *SKS Microfinance public issue too expensive, say analysts*, LiveMint.com, 27 juillet 2010. <http://www.livemint.com/2010/07/26211344/SKS-Microfinance-public-issue.html?atype=tp>

CGAP, *MIV Survey 2010*, Washington, D.C. : CGAP, à paraître

Chanchani M. A., *Narayana Murthy's Catamaran Invests Rs 28Cr In SKS*, VCCircle, 26 mars 2010. <http://www.vccircle.com/500/news/narayana-murthys-catamaran-invests-rs-28cr-in-sks>

Chen G., Rasmussen S. et Reille X., *Croissance et vulnérabilités en microfinance*, Note Focus 61, Washington, D.C. : CGAP, février 2010.

GlobalX, Interview de Vikram Akula, Zurich, janvier 2008. <http://www.socialedge.org/blogs/global-x/vikram-akula-sks-microfinance>

Intellectap, *Inverting the Pyramid*, 3^e édition, Intellectap, 2010.

Kumar V. et Rozas D., *SKS Microfinance Road to IPO – An inside story*, Microfinance Focus, 12 mai 2010. <http://www.microfinancefocus.com/news/2010/05/17/exclusive-sks-microfinance-journey-to-ipo-an-inside-story/>

Lieberman I. et al., *Microfinance and Capital Markets: The Initial Listing/Public Offering of Four Leading Institutions*, Council of Microfinance Equity Funds, mai 2008.

Mahajan V. et Vasudevan P. N., *Microfinance in India: Twin Steps towards Selfregulation*, Microfinance Focus, janvier 2010. <http://www.microfinancefocus.com/news/2010/01/10/microfinance-in-india-twin-steps-towards-self-regulation-3/>

Nath S., *At the Crossroads*, 2009. Forbes.com. <http://www.forbes.com/2009/09/25/crossroads-vikram-akula-sks-microfinance-suresh-gurumani-forbes-india.html>

Reille X. et al., *All Eyes on Asset Quality: Microfinance Global Valuation Survey 2010*, Occasional Paper 16, Washington, D.C. : CGAP, mars 2010.

Dépêche Reuters, *Spandana shortlists banks for \$400mln IPO*, 19 août 2010.

Rosenberg R., *Réflexion du CGAP sur l'introduction en Bourse de Compartamos : une étude de cas sur les taux d'intérêt et les profits de la microfinance*, Note Focus 42, Washington, D.C. : CGAP, juin 2007.

———, *Why are Compartamos' interest rates dropping? Was buying their stock a good deal? And other tidbits*, CGAP Microfinance Blog, juin 2009. www.cgap.org

Securities and Exchange Board of India, circulaire du Département des finances d'entreprise sur la clause 49 de l'accord de cotation, 29 octobre 2004.

Sequoia Capital, *Sequoia Capital Leads \$11.5 Million Investment Round, Making SKS the Largest Venture-Backed Microfinance Institution in the World*, communiqué de presse de Sequoia Capital, 29 mars 2007. <http://www.sequoiacap.com/india/news/sequoia-capital-leads-11-5-million-investment-round-making-sks-the-largest-venture-backed-microfinance-institution-in-the-world>

Prospectus préliminaire de SKS, 25 mars 2010.

Prospectus préliminaire de SKS, 16 juillet 2010.

SKS, *The SKS Acceleration Model*, Hyderabad : SKS, mars 2008. Présentation. <http://ifmr.ac.in/cmfmrap/wp-content/uploads/2009/04/sks-acceleration-model.pdf>

———, *Annual Report 2009–2010*. Hyderabad : SKS, 2010. <http://www.sksindia.com/images/SKS%20Annual%20Report%202009–2010.pdf>

Sriram M. S., *What Is Wrong With Indian Microfinance?*, Forbes India, 21 mai 2010.

World Bank, PovCalNet, données de 2004–2005, 2005. iresearch.worldbank.org/PovcalNet/povcalNet.html.

Annexe 1. Structure de l'actionariat

	% avant l'introduction	% après l'introduction (dilué)	Valeur actuelle (millions de \$) ^a	Produit de l'introduction en Bourse (millions de \$) ^b
Groupe des promoteurs				
Sequoia (SCI II & SCIGI I)	21,8	14,0	213,0	83,2
MBT de SKS	16,1	11,6	177,0	42,0
Kismet (SKS Capital)	12,3	7,8	119,4	47,5
Unitus (MUC)	5,7	3,7	55,7	22,2
Total groupe des promoteurs	55,8	37,1	565,1	195,0
Capital ouvert au public	-	23,3	355,7	
Groupe des non-promoteurs				
Sandstone (SIP I)	12,9	11,6	176,7	
Vinod Khosla	6,6	5,9	89,8	
Kismet (Kismet SKS II)	5,7	5,1	77,5	
Yatish Trading Co.	2,9	2,6	39,3	
SIDBI	2,8	2,5	38,3	
Tejas Ventures	2,7	2,4	37,3	
Bajaj Allianz (BALICL)	2,6	2,3	35,3	
Tree Line Asia Master Fund	1,5	1,6	24,8	
Catamaran Fund	1,5	1,3	19,9	
ICP Holding I	1,2	1,1	17,0	
Infocom Ventures	0,4	0,4	6,0	
Employés de SKS & EWT ^c	3,0	2,6	39,6	
Autres	0,2	0,2	2,4	
Total groupe des non-promoteurs	44,2	39,6	603,8	
Total du capital après introduction	100	100	1 524,6	

a. Valeur calculée au cours de 985 INR par action. Le produit est calculé à 970 INR par action en raison de la réduction de 50 INR par action accordée aux investisseurs individuels.

b. Les non-promoteurs n'ont pas vendu d'actions lors de l'introduction en Bourse, et n'ont donc pas réalisé de produit.

c. EWT = *Employee Welfare Trust*, fondation de prévoyance des employés de SKS.

N'hésitez pas à partager cette *Note Focus* avec vos collègues ou à nous demander des exemplaires supplémentaires du présent numéro ou d'autres numéros de la série.

Les lecteurs sont invités à faire part de leurs commentaires sur cette étude au CGAP.

Toutes les publications du CGAP sont disponibles sur son site web à l'adresse : www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, D.C.
20433 États-Unis

Tél. : 202-473-9594
Fax : 202-522-3744

E-mail : cgap@worldbank.org
© CGAP, 2010

Cette *Note Focus* a été rédigée par Greg Chen, Stephen Rasmussen et Xavier Reille du CGAP, ainsi que par Daniel Rozas. Christoph Kneiding et Abigail Seidel ont participé aux recherches. Les auteurs souhaitent remercier Anne Depaulis, Geeta Goel, Frederic de

Mariz, Paul Breloff, Jeanette Thomas, Richard Rosenberg, Mayada El-Zoghbi et Kate McKee pour leurs nombreux commentaires et conseils.

Recommandation pour la citation du présent document :

Greg Chen, Stephen Rasmussen, Xavier Reille et Daniel Rozas, *La Microfinance indienne entre en Bourse : ouverture du capital de SKS*, Note Focus n° 65, Washington, D.C. : CGAP, 2010.

