

Las microfinanzas indias salen a cotización: la oferta pública inicial de SKS

El 28 de julio de 2010, SKS (www.sksindia.com), la institución de microfinanzas (IMF) más importante de India, con 5,8 millones de clientes, se convirtió en la primera IMF del país en poner sus acciones en el mercado mediante una oferta pública inicial (OPI)¹. La operación fue un éxito según cualquier estándar del mercado financiero: la oferta generó una sobresuscripción 13 veces mayor que la esperada y atrajo a destacados grupos inversores, como Morgan Stanley, JP Morgan y el Quantum Fund de George Soros. La valoración de la sociedad alcanzó el máximo de la horquilla de precios, con US\$1500 millones², y cinco semanas después de la salida a bolsa el precio de la acción se había incrementado en un 42%.

SKS forma parte del reducido grupo de IMF de todo el mundo que han salido a cotización³, siguiendo el camino abierto en 2007 por la oferta pública inicial del Banco Compartamos de México (véase Rosenberg 2007). SKS es también la primera de estas instituciones cuyas acciones cotizan en el mercado indio de las microfinanzas, un entorno competitivo y en rápido crecimiento. Durante los últimos cuatro años, las IMF indias han pasado de 10,5 millones a 26,7 millones de clientes, según los informes de Access Development Services de 2007, 2008, 2009, y según otro informe de próxima publicación, y en los tres últimos años SKS se ha mantenido a la cabeza de este mercado en lo que se refiere a tamaño y acceso al capital. En términos generales, SKS ha sido una de las IMF que más ha crecido en todo el mundo, presentando una tasa de crecimiento anual compuesta de la cartera del 165% desde 2004.

La importancia de la OPI radica no solo en que SKS constituye un actor influyente dentro de un gran mercado, sino también en que supone un importante punto de transición, ya que por vez primera los inversionistas individuales de India pueden comprar

acciones de una IMF. La OPI y sus consecuencias también están siendo objeto de especial atención por parte de inversionistas, directivos y responsables de la formulación de políticas de todo el mundo, y han alimentado el debate sobre las ventajas y los riesgos del aprovechamiento de los mercados de capital convencionales.

El propósito de este documento es compartir datos, plantear interrogantes y contribuir al debate global acerca de este acontecimiento tan señalado. En su primera parte se describen los rasgos característicos del sector de las microfinanzas en India y se ofrece información de referencia sobre SKS. En el siguiente apartado se analiza en detalle la OPI y la alta valoración de los activos. En la parte final del documento se plantea un debate sobre las posibles repercusiones de la oferta pública, en especial para las personas pobres.

El presente análisis se basa en la información disponible en el momento de su publicación, obtenida a partir de diversas fuentes, entre ellas datos de los mercados, informes de prensa y la documentación que SKS hubo de presentar ante la Comisión de Valores y Bolsa de India en el marco del proceso de la OPI. Además, el fundador y presidente de SKS, Vikram Akula, formuló observaciones al borrador del documento. Este artículo se publicó apenas unas semanas después del anuncio de la OPI, por lo que los autores confían en que, con el paso del tiempo, sea posible disponer de información adicional y salgan a la luz nuevos temas y puntos de vista.

El escenario: el microfinanciamiento en India

Tres cuartas partes de los 1200 millones de habitantes de India viven con menos de US\$2 al día (Banco Mundial 2005), lo que, en opinión de muchos

1 Al menos otra IMF india, Capital Trust, cotiza en bolsa, aunque se trata de una sociedad que entró en el sector de las microfinanzas proveniente de otro segmento financiero y que, por lo tanto, no tuvo que lanzar una oferta pública de valores en calidad de prestamista microfinanciero.

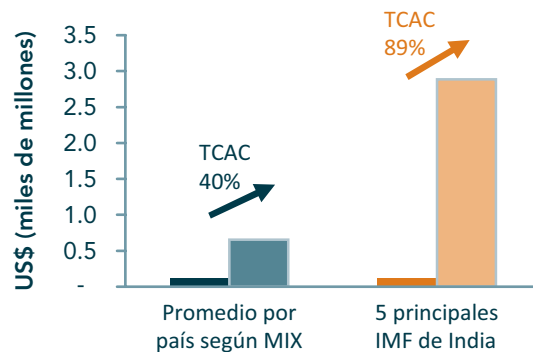
2 Salvo indicación en contrario, todos los datos relativos a SKS y a las IMF indias son datos disponibles a fecha de 31 de marzo de 2010 y para un tipo de cambio US\$/INR de 44,97. Para los datos relativos a la oferta pública de acciones, el tipo de cambio US\$/INR utilizado es de 46,5, el tipo vigente en la fecha de lanzamiento de la oferta.

3 Además de SKS y Banco Compartamos, existen pocas instituciones que realicen operaciones de microfinanciamiento o tengan una estrecha relación con las microfinanzas y coticen en bolsa. Varias de ellas se analizan en Lieberman et ál. (2008).

analistas, convierte al país en el mayor mercado potencial de microfinanciamiento del mundo. Desde hace tiempo, India reconoce que no se cubren las necesidades financieras de la población pobre, y para ello ha puesto en marcha y apoyado diversas iniciativas progresistas de inclusión financiera que se remontan al siglo XIX. Ejemplos destacados de esta labor lo constituyen las cajas de ahorro postales, las instituciones financieras cooperativas y los bancos rurales regionales. Además, en los últimos 20 años otras dos iniciativas han ido adquiriendo cada vez mayor importancia: los grupos de autoayuda (GAA), que obtienen préstamos directamente de los bancos y confieren crédito a 4,5 millones de grupos, de los que forman parte 58,5 millones de personas, y las IMF autónomas, que llegan a 26,7 millones de clientes, según un informe de próxima publicación de Access Development Services. Ambas iniciativas se han visto favorecidas por la política de financiamiento a sectores prioritarios del Banco de la Reserva de India, que exige a los bancos nacionales dedicar una parte significativa de su cartera de préstamos a sectores desatendidos y a pequeños productores. La concesión de préstamos a GAA e IMF se engloba dentro de esta exigencia.

Hace 10 años, la mayor parte de las IMF indias funcionaban como organizaciones no gubernamentales (ONG) que centraban sus esfuerzos en adaptar el modelo de concesión de préstamos a grupos importado de Bangladesh. En esa época, algunas de estas IMF no gubernamentales comenzaron a transformarse en instituciones financieras no bancarias para aprovechar las inversiones en capital accionario. Este cambio de forma jurídica permitió a las IMF recaudar más capital y crecer a un ritmo mucho más rápido (véase el gráfico 1), gracias a lo cual hoy en día las instituciones financieras no bancarias concentran más de las cuatro quintas partes del total de préstamos de las IMF, con un claro predominio de las cinco principales instituciones de microfinanzas, entre las que se cuenta SKS (Intellectap 2010). Las principales IMF de India obtienen la mayor parte de su capital de fuentes comerciales, lo que les permite movilizar ese capital con relativa facilidad con empréstitos bancarios.

Gráfico 1: Crecimiento de cartera (2004–2009)



Fuente: MIX Market. TCAC = tasa de crecimiento anual compuesta.

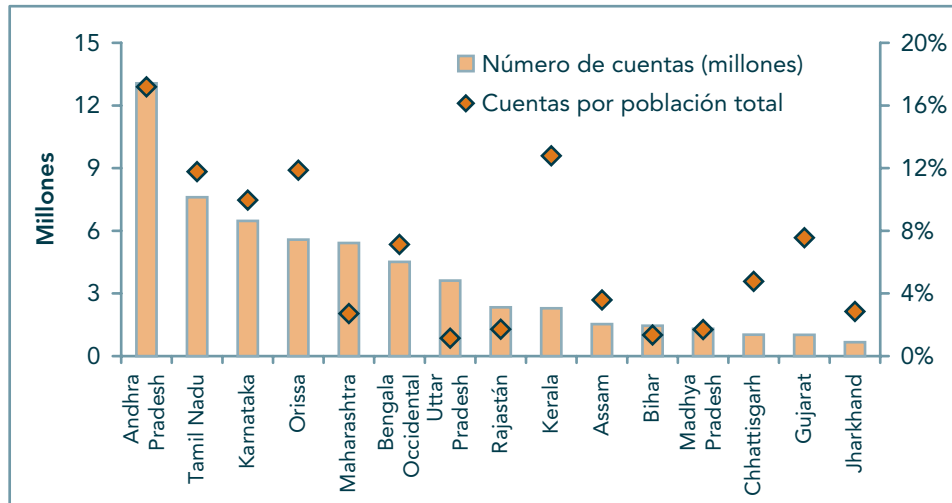
El crecimiento del sector de las microfinanzas se ha concentrado en 6 de los 28 estados de India. Estos estados albergan el 70% de los clientes de GAA e IMF del país, pese a que representan únicamente el 32% de la población (gráfico 2). Y este crecimiento rápido e incesante en sectores de mercados que han alcanzado ya el punto de saturación podría acentuar las vulnerabilidades de dichos mercados (Chen, Rasmussen y Reille 2010). La creciente competencia entre prestamistas otorga mayores alternativas a los clientes, aunque también puede llevar a que los mismos clientes reciban préstamos de distintas IMF y GAA, lo que introduciría una nueva dinámica de mercado y cambiaría las relaciones con los clientes hasta el punto de provocar problemas de reembolso de los préstamos. Conscientes de este riesgo, las principales IMF de India han formado recientemente la Red de Instituciones de Microfinanzas (Microfinance Institutions Network), una asociación en la que se integra la práctica totalidad de las grandes IMF con el fin de imponer un código de conducta y establecer una central de riesgo para el microfinanciamiento (Mahajan y Vasudevan 2010). Queda por ver si las acciones conjuntas de la red pueden hacer frente a estos riesgos de un modo eficaz. Mientras tanto, las IMF siguen creciendo a un ritmo rápido.

La compañía

Los orígenes de SKS se remontan a SKS Society, una ONG fundada a finales de 1997. En sus inicios, SKS Society obtenía sus fondos de donaciones privadas e institucionales⁴ y estaba centrada en mercados del

⁴ El Grupo Consultivo de Ayuda a la Población más Pobre (CAGP) concedió a SKS Society en 2001 una ayuda de US\$50 000, en el marco de un Programa de Desafío de la Innovación en favor de los más Pobres.

Gráfico 2: Alcance conjunto de GAA e IMF



Fuente: Access Development Services 2009.

estado de Andhra Pradesh, donde tiene su sede. En abril de 2005, SKS Society puso en marcha un vigoroso plan de crecimiento, que implicaba expandirse por primera vez más allá de Andhra Pradesh y llevar a cabo un proceso de transferencia de sus operaciones de microfinanciamiento a una nueva institución financiera no bancaria llamada SKS Microfinance, aunque conocida simplemente como SKS.

La actividad principal de SKS consiste en el suministro de productos de crédito básicos comunes a numerosas IMF de Asia meridional: hasta un 85% de su cartera lo componen préstamos para grupos acordes a los estándares normales, con plazos de reembolso de 50 semanas. El resto de la cartera lo forman en su mayor parte pequeños préstamos complementarios a clientes que ya cuentan con un préstamo normal. Otros servicios complementarios, como la provisión de pólizas de seguros de vida, generan ingresos no derivados de intereses que representan aproximadamente un 6% de los ingresos totales de SKS.

Movido por el deseo de “no tener nunca que decir no a una persona pobre que lo único que pide es una oportunidad”, Vikram Akula, fundador y presidente de SKS, se inspiró en modelos de negocio escalables

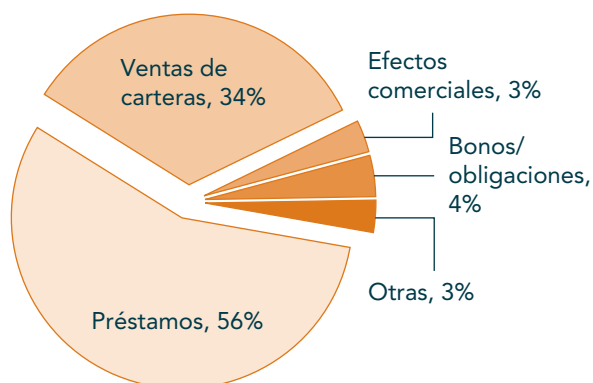
de empresas con fines de lucro (GlobalX 2008). Así, por ejemplo, a la hora de diseñar programas de formación para oficiales de préstamos, SKS tomó el ejemplo de compañías como McDonald’s y Starbucks y desarrolló programas que le permitieran formar a más de 500 nuevos oficiales de préstamos cada mes y abrir 2 nuevas sucursales cada día.

Otra innovación que ha aportado SKS ha sido recurrir en gran medida al capital de riesgo en condiciones de mercado proveniente de otros países para impulsar el crecimiento. Dos de los primeros inversionistas, Vinod Khosla y Unitus⁵, mantenían una estrecha relación con el sector del capital de riesgo de los Estados Unidos de América y utilizaron sus influencias para atraer más tarde al proyecto a Sequoia Capital, uno de los principales fondos de capital privado del mundo, con sede en California, que hasta entonces no había invertido en microfinanzas.

Además de acceso a capital privado, SKS cuenta con otras fuentes de financiamiento más típicas de las IMF indias: el 90% de su cartera se encuentra financiado en moneda local por bancos e instituciones financieras indias, mediante préstamos o mediante ventas de carteras. El resto de las fuentes de financiamiento son de menor importancia (gráfico 3) y no incluyen el

⁵ Khosla es uno de los fundadores de Sun Microsystems, empresa estadounidense de tecnología de la información. Unitus es una organización de microfinanciamiento sin fines de lucro, también con sede en Estados Unidos de América, que invierte en SKS a través de su filial Mauritius Unitus Corporation. Recientemente, esta organización sin fines de lucro ha anunciado su decisión de reducir sus funciones de microfinanciamiento.

Gráfico 3: Fuentes de financiamiento de carteras



Fuente: Datos corporativos de SKS.

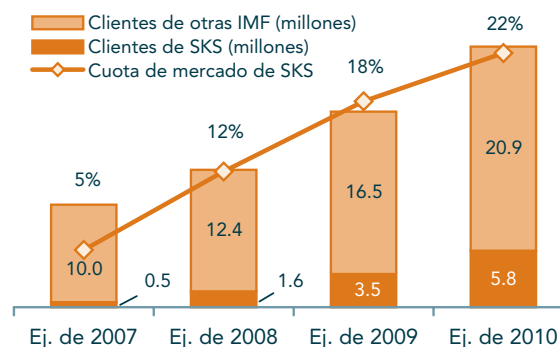
financiamiento proveniente de ahorros, ya que la ley prohíbe la movilización de depósitos de las IMF que son instituciones financieras no bancarias.

SKS mantiene una estrecha vinculación con su predecesora, la ONG SKS Society, que desarrolla una serie de programas de fomento. Entre ellos destaca un proyecto piloto en el marco del Programa Ultra Poor que utiliza donaciones para desarrollar la capacidad y los activos de personas que son demasiado pobres para acceder a los recursos normales de microfinanciamiento, con la intención de ayudarlas a que puedan pasar a ser clientes de las instituciones de microfinanzas⁶. SKS Society también ha puesto en marcha un programa educativo en 55 escuelas piloto, y recientemente ha celebrado un acuerdo de colaboración con la iniciativa Deworm the World (“desparasitar el mundo”), que aprovechará la red de contactos de SKS para distribuir pastillas desparasitadoras a hijos de prestatarios de SKS.

Desempeño financiero

A lo largo de los últimos cuatro años, SKS se ha destacado principalmente por su búsqueda del

Gráfico 4: Una cuota cada vez mayor de un mercado en expansión



Fuente: Datos corporativos de SKS, Access Development Services.

crecimiento (gráfico 4). Es destacable que este crecimiento haya ido acompañado de un notable incremento de la rentabilidad.

En 2010 obtuvo un 5% de rendimiento del activo, lo que está en consonancia con los resultados de las cinco principales IMF de India (cuadro 1), aunque su tasa de rendimiento del capital del 22% es considerablemente inferior a la de estas. Este último dato se debe fundamentalmente a que el índice de apalancamiento de SKS es mucho menor, lo que le deja un amplio margen para incrementar los beneficios de los inversionistas obteniendo más empréstitos con los que financiar el crecimiento (gráfico 5).

En lo que respecta a los ingresos, el rendimiento de la cartera de SKS, que es del 25,7%, está en consonancia con el de las IMF indias de sus mismas características, aunque es notablemente inferior a la cifra mediana global (33% en 2009) de todas las instituciones financieras no bancarias que aportaron datos al MIX⁷. Al mismo tiempo, SKS también se destaca por la elevada cuota de ingresos que obtiene en forma de ingresos no derivados de intereses, incluidas las ventas de carteras y los cargos y comisiones de seguros. Dentro de India,

⁶ Esta iniciativa es uno de los nueve proyectos piloto de todo el mundo adscritos al programa de graduación CGAP-Fundación Ford, y pretende adaptar a otro escenario el programa de Ultra Poor desarrollado por BRAC en Bangladesh, que dio excelentes resultados. Gracias a este programa, SKS Society recibió fondos y otras ayudas.

⁷ El gran volumen de ventas de carteras por parte de SKS y otras IMF indias equiparables a ella crean distorsiones cuando se utiliza el rendimiento como dato indicativo de las tasas de interés efectivas que están pagando los clientes, si bien dicho dato es el indicador más fiable del que se dispone por ahora.

Cuadro 1: SKS y otros grupos equiparables a ella

	SKS	5 principales IFM indias (media)	150 principales instituciones financieras no bancarias según MIX (media)
Rendimiento del capital	22%	40%	11%
Rendimiento del activo	5,0%	5,0%	2,1%
Deuda/capital	3,2	7,9	4,1
Crecimiento de cartera (2008–2009)	54%	68%	21%
Tasa de crecimiento anual compuesta de cartera (5 años)	166%	89%	36%
Rendimiento de cartera	25,7%	25,9%	29,0%
Ingresos/activos no derivados de préstamos	1,6%	0,2%	ND
Coefficiente de gastos de operación	10,2%	6,4%	14,5%
Coefficiente de gastos financieros	8,8%	9,1%	6,5%
PAR30	0,40%	0,28%	3,95%

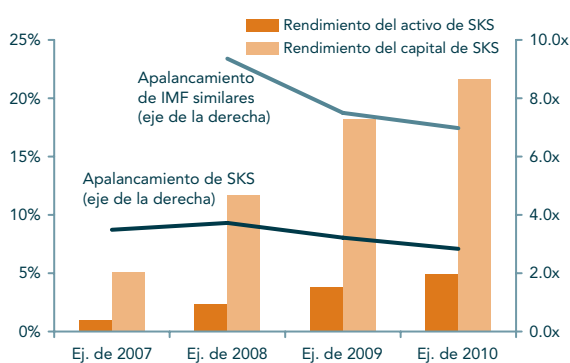
Notas: El crecimiento, la tasa de crecimiento anual compuesta, el coeficiente de gastos de operación y el rendimiento de cartera incluyen las carteras vendidas; Coeficiente de gastos de operación = Gastos de operación / promedio de cartera de préstamos; PAR30: PAR30 / promedio de cartera de préstamos.

Fuente: MIX (2009), informes anuales de SKS y de IMF indias (marzo de 2010).

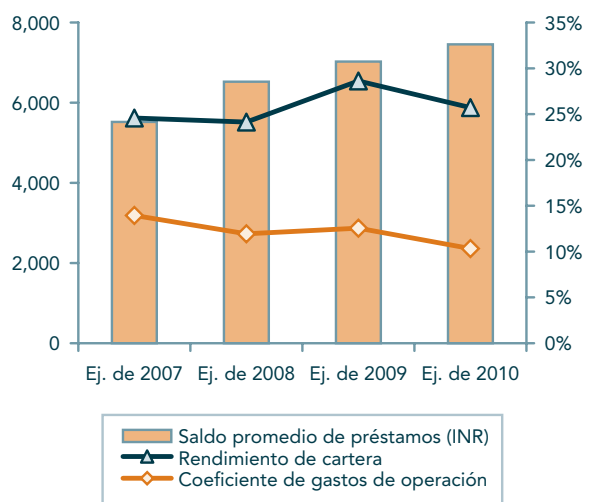
SKS obtiene beneficios sensiblemente mayores que otras IMF equiparables a ella por ingresos no provenientes de préstamos.

La estructura de costos, si bien es pobre en comparación con los estándares mundiales, sitúa a SKS por encima de las IMF indias de sus mismas características. Las inversiones en sucursales, personal y sistemas necesarias para respaldar el rápido crecimiento han inflado el coeficiente de gastos de operación hasta el 10,2%, muy por encima del de sus competidores. No obstante, los costos también han mostrado una

mejora continua, con una caída significativa del coeficiente de gastos de operación entre 2007 y 2010 (gráfico 6). Esta mejora puede atribuirse en parte al aumento de la eficiencia operativa, así como al afianzamiento de la base de clientes, que genera unos promedios más altos de los saldos de préstamos. Y es previsible que, a medida que el ritmo de crecimiento se ralentice y vayan afianzándose más clientes, el coeficiente de gastos de operación disminuya aún más.

Gráfico 5: Mayor rendimiento del capital pese a la reducción del apalancamiento

Fuente: Datos corporativos de SKS, MIX market.

Gráfico 6: Mayor eficiencia

Fuente: Datos corporativos de SKS; los coeficientes se refieren a ventas de carteras.

Recuadro 1. Fideicomisos de beneficio mutuo: lo que está en juego para los clientes de SKS

Varias IMF indias que comenzaron su andadura como ONG sin fines de lucro han cambiado su modelo operativo y se han convertido en instituciones financieras no bancarias con fines de lucro. A fin de gestionar este cambio dentro del entorno normativo de India, estas IMF hubieron de transferir activos a MBT de nueva creación, que a su vez invirtieron en acciones de nuevas instituciones financieras no bancarias^a.

En el caso de SKS, se crearon cinco MBT con donaciones provenientes de SKS Society y otros donantes, y estos fideicomisos, por su parte, inyectaron capital a la recién creada SKS. Además, la estructura de los MBT garantizaba que los clientes de SKS fuesen los beneficiarios finales de los fideicomisos. En conjunto, las cinco MBT realizaron inversiones en SKS por un monto total de US\$7,9 millones, de los cuales US\$0,9 millones provenían de fuentes filantrópicas. Los restantes US\$7,0 millones fueron financiados indirectamente por inversionistas de capital privado mediante dos tipos distintos de transacciones^b. En la fecha de lanzamiento de la OPI, las participaciones de los cinco MBT estaban valoradas en US\$220 millones. Los beneficios que estas ganancias generarán para los clientes de SKS constituyen uno de los aspectos más positivos e innovadores de la OPI.

Sin embargo, resulta complicado establecer mecanismos que den voz a millones de clientes y representen sus intereses. El establecimiento de estos mecanismos supone todo un reto para una compañía del tamaño y la complejidad de SKS, que además se halla sujeta a leyes y reglamentos difíciles de entender en unas ocasiones y difíciles de cumplir en otras. Además, los MBT se crearon hace cinco años, cuando SKS era una organización mucho más pequeña cuyas actividades se centraban principalmente en el estado de Andhra Pradesh. Con el crecimiento de SKS, los MBT tienen ante sí el formidable desafío de representar de un modo eficaz a un número de clientes mucho mayor en toda India.

Cuando se puso en marcha la OPI, cada MBT se regía por una junta general de 100 miembros,

elegidos entre los clientes de SKS. En los estatutos de los MBT, redactados por SKS Society, se nombraban fideicomisarios encargados de tomar decisiones en representación de los fideicomisos. Durante los meses previos a la OPI, ese acuerdo de representación fiduciario fue objeto de revisión, y varios fideicomisarios renunciaron al cargo, dejando como dos únicos fideicomisarios a Vikram Akula, el fundador y presidente de SKS, y a Ankur Sarin, exdirector de SKS Society. Con ello se dejaba gran parte de los poderes de decisión en manos de dos personas estrechamente vinculadas a SKS y a SKS Society. En teoría, los fideicomisarios deben rendir cuentas ante la junta general de cada MBT, pero, dado que el acuerdo de representación fiduciaria fue originalmente elaborado por SKS Society y que resulta improbable que los clientes tengan los conocimientos o la experiencia suficientes para comprender en toda su extensión las decisiones financieras que se adopten, no queda claro hasta qué punto esta responsabilidad de los fideicomisarios funciona en la práctica. Cabe, además, tener en cuenta lo embarazoso que resultaría para los clientes de SKS exigir responsabilidades al fundador y presidente de la institución que les proporciona servicios financieros.

El reto que supone la gestión interna de los MBT se puso de manifiesto el 10 de enero de 2010, cuando los fideicomisos donaron un paquete de acciones de SKS por valor de US\$1,3 millones (lo que constituía aproximadamente el 1% de los activos totales de los MBT en ese momento) a la familia de Sitaram Rao, un antiguo director gerente de SKS que había fallecido inesperadamente en 2009. Rao había participado en la creación de SKS, era el consejero elegido por los MBT para representarlos en el consejo de SKS y desempeñaba un papel decisivo a la hora de negociar con los inversionistas de SKS las pretensiones de los MBT de mantener una importante participación en la compañía. La información existente no es suficiente para extraer conclusiones definitivas acerca de la propiedad de la donación. Sería conveniente, por ejemplo, saber si se recabó la opinión de otros inversionistas o si se contemplaron otras opciones de

(continúa en la siguiente página)

Nota: La información contenida en este recuadro se inspira en Kumar y Rozas (2010) y en hechos relevantes sobre los MBT suministrados por Vikram Akula. Muchos de los datos fueron confirmados posteriormente por los informes anuales de SKS y por el borrador y la versión final del folleto informativo de la OPI de SKS.

^a La utilización de MBT por las IFM ha sido una práctica común en India. No obstante, los detalles concretos de las transacciones de cada IMF presentan probablemente importantes diferencias y deberían examinarse caso por caso.

^b La primera de estas transacciones se produjo en 2006, cuando SKS empleó capital de los inversionistas para adquirir la cartera de SKS Society a un precio con prima (aproximadamente US\$1,25 millones). A su vez, SKS Society volvió a transferir la mayor parte de estos fondos a los MBT para que los invirtieran en SKS. La segunda transacción se llevó a cabo en enero de 2008 durante la tercera ronda de capital, cuando se asignaron a los MBT acciones por valor de US\$6,1 millones a cambio de un pago inicial de apenas el 5% de esa cantidad. El resto se desembolsó casi dos años después, en diciembre de 2009, con fondos prestados por otro inversionista de SKS. Llama la atención que el precio final de adquisición al que estas acciones se valoraron fue el mismo precio original de enero de 2009, que era 9 veces inferior al vigente en diciembre de 2009. La adquisición anticipada a precio inferior supuso para los MBT una ganancia de capital de unos US\$50 millones.

Recuadro 1 (continuación)

pago de la indemnización por parte de la compañía o de los inversionistas que no menoscabaran el patrimonio de los MBT. En cualquier caso, la cuantía de la donación plantea varios interrogantes, además de poner de relieve las posibles deficiencias del sistema de rendición de cuentas y de supervisión de los fideicomisarios de los MBT.

Todo apunta a que las reivindicaciones sobre la gestión interna de los MBT, lejos de disminuir, se incrementarán en los próximos meses y años. Las acciones de los MBT están valoradas en una suma considerable, y, aunque gran parte de ellas seguirán blindadas durante unos cuantos años más, se hace necesaria una gestión diligente de los US\$42 millones en efectivo que los MBT ya han percibido por la OPI. La intención expresada en los documentos constitutivos de los MBT, y que comparten sus fideicomisarios, es donar los fondos a SKS Society que, ante todo, fue la institución que creó los MBT. SKS Society aspira, entre otras cosas, a ampliar rápidamente el número de escuelas en las que reciben educación los hijos de clientes de SKS. Sin embargo, SKS Society sigue siendo una ONG de modestas proporciones y carece de la experiencia necesaria para operar a escala nacional o para absorber fondos de la cuantía

que los MBT pretenden proporcionarle. Los MBT disponen de determinado grado de discrecionalidad sobre el uso de los fondos, por lo que merecería la pena examinar las prioridades y la capacidad de SKS Society, la posibilidad de que los MBT financiaran a otras ONG en vez de a esta, e incluso la posibilidad de que los clientes de SKS recibieran pagos en efectivo. Nombrar como fideicomisarios a personas preparadas e independientes que no tengan vinculación pasada ni presente con SKS ni con SKS Society contribuiría a garantizar que la toma de decisiones se lleve a cabo teniendo en cuenta los intereses de los clientes de SKS.

Otro reto pendiente es la representación de los intereses de los clientes de SKS en el consejo de administración. Actualmente, el principal valedor de estos intereses es Akula, quien, además, ha invertido gran cantidad de sus propios intereses financieros en acciones de SKS. Disponer de una voz tan influyente ha ayudado en el pasado a que los MBT obtuvieran y mantuvieran una participación sustancial en la compañía. A la hora de mirar hacia delante, será importante determinar cuál es el mejor modo de representar los intereses de los clientes de SKS a medida que la compañía sigue creciendo tanto en tamaño como en complejidad.

Financiamiento del capital accionario: el camino hacia la oferta pública inicial

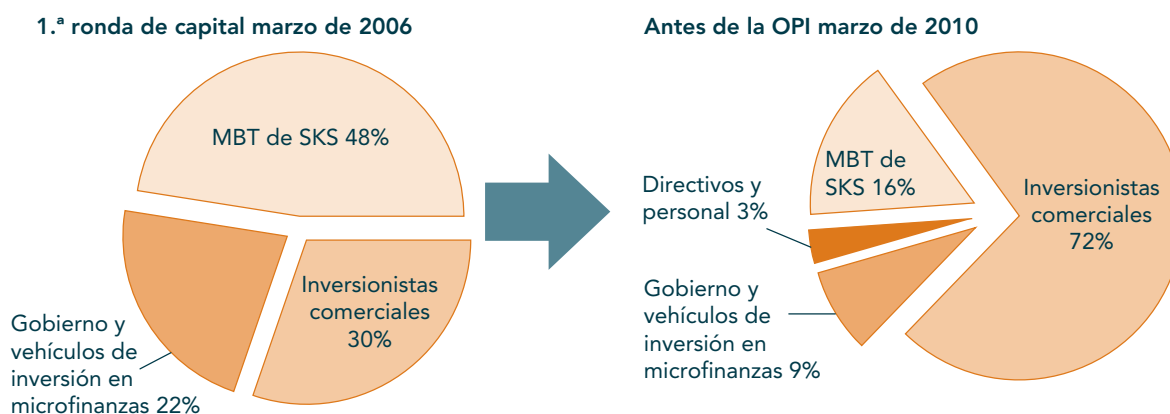
En agosto de 2005, SKS ya operaba como institución financiera no bancaria, tras haber finalizado su proceso de transformación mediante la creación de cinco fideicomisos de beneficio mutuo (MBT) (véase el recuadro 1), que pasaron a ser los accionistas iniciales de la nueva compañía. En marzo de 2006, SKS obtuvo su primera remesa de capital accionario por un total de US\$1,6 millones, aportados por Unitus, el Small Industries Development Bank of India (Banco de Desarrollo de Pequeñas Industrias de India, SIDBI), Vinod Khosla y Ravi Reddy⁸. Con esos fondos, SKS adquirió la cartera de operaciones de microfinanciamiento y préstamos de SKS Society por US\$1,25 millones, importe que constituía 3,5 veces su valor contable, lo que supone una considerable diferencia con respecto

al valor de 1,7 veces el valor contable medio que se pagó por las IMF vendidas en todo el mundo en 2005 (Reille 2010). A su vez, SKS Society canalizó la práctica totalidad de los fondos obtenidos por la venta hacia los fideicomisos de beneficio mutuo, lo que permitió a estos adquirir nuevas acciones de SKS.

En marzo de 2007, SKS cerró una segunda ronda de financiamiento de capital respaldada por Sequoia por un total de US\$12 millones. Apenas nueve meses más tarde, SKS aseguró en una tercera ronda otros US\$37 millones, obtenidos principalmente de accionistas existentes, entre ellos US\$4,7 millones de Sequoia. Esta tendencia continuó pese al estallido de la crisis financiera mundial durante el otoño de 2008, cuando SKS cerró una cuarta ronda de financiamiento por US\$75 millones, respaldada por Sandstone Capital, otro importante fondo de capital privado que no

⁸ El SIDBI es una institución financiera pública dedicada a la promoción de pequeñas empresas. Aporta financiamiento a las IMF principalmente mediante préstamos, aunque tiene participaciones minoritarias en SKS y en otras instituciones financieras no bancarias. Reddy es socio fundador de Vistaar Technologies.

Gráfico 7: Evolución de la participación en el capital social de SKS



Fuente: Datos corporativos de SKS.

había realizado previamente operaciones en el sector de las microfinanzas.

En resumen, tras el proceso de crecimiento experimentado entre 2005 y 2009, SKS pasó de ser una compañía mayoritariamente propiedad de los fideicomisos de beneficio mutuo originales a ser dominada por inversionistas de capital privado (gráfico 7). A principios de 2009, era de conocimiento público que SKS estaba preparando una OPI, como salida potencialmente lucrativa para sus inversionistas.

Durante los meses finales de preparación de la OPI se completaron una serie de importantes transacciones sobre las acciones de la compañía. En enero de 2010, SKS vendió una participación del 1,5% del capital social a Catamaran Fund, un fondo de inversión creado por el conocido fundador de Infosys Narayana Murthy, por el módico precio de 300 rupias indias (INR) por acción, menos de la mitad del precio de otras ventas efectuadas por SKS en las mismas fechas a sociedades de capital privado. Además, Murthy fue nombrado presidente de un nuevo consejo asesor de SKS, lo que vinculaba la compañía con el nombre de uno de los más reconocidos inversores de India y reforzaba su reputación con vistas al lanzamiento de la OPI (Chanchani 2010).

En los meses previos a la OPI también se realizaron ventas considerables de acciones por

parte de miembros del personal clave, entre ellos el presidente, Akula, y el director ejecutivo, Suresh Gurumani. Cada uno de ellos ejerció aproximadamente una cuarta parte de las opciones que les habían sido asignadas entre 2007 y 2008, obteniendo un valor neto de US\$11,9 millones y US\$1,6 millones, respectivamente (véase el recuadro 2). Ambos ejecutivos habían blindado durante los tres años siguientes a la OPI sus opciones no ejercidas, valoradas conjuntamente en US\$85 millones, lo que les permitía vincular sus incentivos financieros al rendimiento a largo plazo de las acciones de la compañía. Si bien las opciones de compra de acciones para directivos superiores son un instrumento común en la actividad bancaria convencional, la retribución de altos cargos en estos tiempos de crisis financiera es un tema sometido a encarnizados debates en todo el mundo. En este sentido, la OPI de SKS ha inducido a muchos a preguntarse si estos altos niveles de remuneración de directivos son saludables o pueden ser mantenidos por una organización o un sector cuyos clientes son los más desfavorecidos. (Véase en el cuadro 2 la lista de directores de SKS en el momento de la OPI).

La oferta pública inicial

Para llevar a cabo la oferta pública inicial, la dirección de SKS eligió a Citigroup Global Capital Markets, Kotak Mahindra Capital y Credit Suisse

Securities (India), un consorcio de banca de inversión que poseía un buen conocimiento del mercado local de India y, al mismo tiempo, mantenía vínculos con instituciones inversionistas globales. El 28 de julio de 2010, SKS sacó a cotización en la Bolsa Nacional de Valores de India y la Bolsa de Valores de Bombay un paquete de acciones del 23,3% del capital, por un valor de US\$350 millones. La operación consistió en la emisión de un 10,3% de nuevas acciones por un importe de US\$155 millones en capital fresco, que percibió SKS. A su vez, una oferta de venta adicional, impulsada por los accionistas existentes, por el 13,0% del capital accionario posterior a la emisión generó US\$195 millones que revirtieron a los accionistas vendedores. Cada uno de estos accionistas (el grupo promotor) vendió aproximadamente la cuarta parte de sus acciones en la OPI y, a fin de cumplir con la normativa vigente, blindó por tres años un porcentaje próximo al 60% del resto de sus valores en cartera. El grupo promotor está formado por filiales de tres grupos inversionistas privados—Sequoia, Kismet y Unitus—y por los fideicomisos de beneficio mutuo (véase la lista completa de inversionistas en el apéndice 1).

La operación obtuvo una respuesta favorable de los mercados, y el total de la oferta generó una sobresuscripción 13 veces mayor que la esperada, tomando en cuenta el valor máximo de la banda de precios (INR 850-985 por acción). La suscripción de los inversionistas minoristas que tenían derecho a un descuento de INR 50 por acción fue 2,8 veces superior a lo previsto⁹. La oferta pública fue especialmente bien acogida por inversionistas institucionales de todo el mundo y fue suscrita por varias de las principales instituciones financieras internacionales, como JP Morgan, el Quantum Fund de George Soros, BNP Paribas y Crédit Agricole.

La oferta pública inicial de SKS fue la número 38—y la cuarta más importante—realizada en la Bolsa de Bombay en 2010. El momento de su lanzamiento fue también favorable, ya que coincidió con el

Historial de SKS

1997

- Se funda SKS Society (ONG).

2003 11 000 clientes

- Creación de los fideicomisos de beneficio mutuo, capitalizada con \$500 000 de donaciones privadas.
- Creación de SKS, con los fideicomisos de beneficio mutuo como únicos inversionistas (99,5%).

2005 74 000 clientes

- SKS se inscribe como institución financiera no bancaria.
- SKS adquiere la cartera de SKS Society; los fondos se transfieren a los fideicomisos de beneficio mutuo.

2006 173 000 clientes

- Primera ronda de capital (\$1,6 millones).
- Los fideicomisos de beneficio mutuo invierten \$1,0 millones adicionales.

2007 513 000 clientes

- Segunda ronda de capital (\$12 millones).
- Sequoia compra una participación del 19%.

2008 1 630 000 clientes

- Tercera ronda de capital (\$37 millones).
- Los fideicomisos de beneficio mutuo adquieren acciones parcialmente desembolsadas (véase el recuadro 1).
- Sequoia aumenta su participación hasta el 27%.
- Vikram Akula dimite como director gerente/director ejecutivo; continúa su labor como presidente.

2009 3 520 000 clientes

- Cuarta ronda de capital (\$75 millones).
- Los fideicomisos de beneficio mutuo desembolsan el saldo pendiente de las acciones emitidas en 2008.
- Sandstone compra una participación del 12%.

2010 5 800 000 clientes

- Emisión de acciones suscrita por Murthy's Catamaran Fund.
- Se obtienen \$155 millones por la OPI.

punto máximo bienal del índice de la Bolsa de Valores Bombay y de su índice de OPI, que mide el rendimiento de los valores recién salidos a cotización. (Véase el recuadro 3, en el que figura un resumen de los datos de la OPI).

9 Sitio web indio de información sobre la OPI: www.chittorgarh.com/ipo/ipo_detail.asp?a253.

Cuadro 2: Directores de SKS en la fecha de la OPI

Nombre	Categoría	Descripción
Vikram Akula	Dirección	Presidente y fundador de SKS
Suresh Gurumani	Dirección	Director ejecutivo de SKS
V. Chandrasekaran	Representación de inversionistas	Representante y exdirector ejecutivo de SIDBI
Sumir Chadha	Representación de inversionistas	Representante y director gerente de Sequoia Capital India
Ashish Lakhanpal	Representación de inversionistas	Representante y director gerente de Kismet Capital
Paresh D. Patel	Representación de inversionistas	Representante y director ejecutivo de Sandstone Capital
Geoffrey Tanner Woolley*	Otra	Exmiembro del directorio de Unitus, director de capital riesgo
P. H. Ravi Kumar	Otra	Director de servicios financieros
Tarun Khanna	Otra	Profesor de la Harvard Business School, experto en mercados emergentes
Pramod Bhasin	Otra	Director de servicios extraterritoriales, director ejecutivo de Genpact

* Entre 2006 y 2009 fue representante de inversionistas de Unitus, y posteriormente fue nombrado de nuevo director de SKS a título individual.
Fuente: Datos corporativos de SKS.

Alta valoración

La OPI impulsó la valoración de SKS hasta 4,2 veces su valor contable tras la emisión y hasta 40 veces sus beneficios en el ejercicio 2010 (cuadro 3)¹⁰. Se trata

de una valoración elevada en comparación con la de otras instituciones que proporcionan servicios financieros a personas de bajos ingresos, como Bank Rakyat Indonesia o Compartamos, que cotizan a un promedio de 2,6 veces su valor contable en 2010¹¹

Recuadro 2. Remuneración de directivos Cuadro B2-1: Opciones de compra de acciones (millones de US\$)

Fecha de la concesión	Ganancia tras liquidación	Valor restante no liquidado**
Vikram Akula	15,2	68,9
Marzo de 2007*	3,3	-
Octubre de 2007	11,9	26,6
Noviembre de 2008	-	42,3
Suresh Gurumani	1,6	16,1
Diciembre de 2008	1,6	16,1

* Aprobada como concesión de opción en marzo de 2006, pero emitida un año más tarde por motivos fiscales.

** A fecha de 17 de septiembre de 2010; opciones blindadas durante tres años a partir de la OPI.

Fuente: Datos corporativos de SKS, Bolsa Nacional de Valores de India, Bolsa de Valores de Bombay.

La remuneración de directivos superiores, en especial del Presidente y el Director Ejecutivo, ha consistido principalmente en opciones de compra de acciones. Con la excepción de la venta de acciones con descuento de marzo de 2007 a Akula, que había sido aprobada en un principio el año anterior como una concesión de opción, todas las demás opciones se emitieron a un precio de ejercicio coherente con el precio vigente para transacciones de capital privado, garantizando de este modo que los directivos únicamente obtuvieran beneficios si el valor de las acciones de la compañía se apreciaba. Aparte de los dos altos ejecutivos, que recibieron alrededor del 50% del total de opciones asignadas, SKS asignó también un 8% a otros dos componentes del equipo de dirección superior. El 42% restante se asignó al personal superior y de nivel intermedio tomando como base la duración en el cargo y el nivel de responsabilidad, lo que afectaba aproximadamente a la cuarta parte de los empleados de SKS (Kumar y Rozas 2010).

¹⁰ La valoración de la OPI de SKS representa 7,5 veces su valor contable en el ejercicio del 2010, mientras que en 2009 las IMF indias cotizaban a un promedio de 5,9 veces su valor contable en el mercado privado, según Reille et ál. (2010).

¹¹ Estos datos de valoración son también altos en comparación con otros bancos de mercados emergentes que cotizan a un promedio de 3 veces su valor contable.

Recuadro 3. Datos de la OPI de SKS

Fecha de la OPI: 28 de julio a 2 de agosto de 2010

Primer día de las operaciones: 16 de agosto de 2010

Monto de la emisión: US\$350 millones, de los cuales US\$155 millones correspondían a acciones en el capital social de nueva emisión y US\$195 millones a ventas de acciones de accionistas existentes, lo que representaba un total conjunto del 23,3% de las acciones posteriores a la OPI.

Capitalización de SKS en el mercado: US\$1525 millones (a fecha de cierre de la OPI: 2 de agosto de 2010)

Estructura: un 60% de las acciones se vendió a inversionistas institucionales (compradores institucionales calificados), un 30% a inversionistas minoristas y el 10% restante a inversionistas no institucionales, principalmente personas físicas de sólido poder adquisitivo.

Promotores: fideicomisos de beneficio mutuo, Kismet, Sequoia Capital y Unitus

Inversionistas clave: SKS se aseguró un monto inicial de US\$64 millones de un grupo de 18 inversionistas clave que acordaron comprar el 18% de la oferta al precio situado en el tramo superior de la horquilla (INR 985 por acción). Entre estos inversionistas, que se comprometían a mantener las acciones durante al menos 30 días, se encontraban JP Morgan, Morgan Stanley, India ICICI Prudential, Reliance Mutual Fund y el Quantum Fund de George Soros.

Suscriptores: Citigroup Inc., Credit Suisse Group AG y Kotak Mahindra Capital Co.

Bolsas de valores: Bolsa de Valores de Bombay y Bolsa Nacional de Valores India

Símbolo de cotización: SKSMICRO

(cuadro 4). En cambio, la valoración de SKS está más en consonancia con la de los bancos indios, que cotizan a un promedio de entre 1,8 y 4,8 veces su valor contable.

En lo que respecta a la relación precio-ganancias, SKS constituye un caso atípico. Su valoración, establecida en 40 veces las ganancias obtenidas durante el ejercicio 2010, supera la valoración de los bancos indios con mejor desempeño. Supera, incluso, la valoración otorgada

Cuadro 3: Valoración de SKS en la OPI

	US\$ (millones)
A Capital fresco obtenido	155
B Capitalización en el mercado a fecha de la OPI	1525
C Ganancias del ejercicio de 2010	38
D Capital accionario (marzo de 2010)	204
Efectivo posterior a la OPI P/B : B / (A + D)	4,24
Efectivo anterior a la OPI P/B : B / D	7,46
Precio/ganancias durante el ejercicio de 2010 B / C	40,55
Precio/ganancias durante el ejercicio de 2011e	22 a 27

Fuente: Análisis del CGAP, www.chittorgarh.com, informes de analistas.

a Compartamos en su OPI (26 veces), pese a que el rendimiento del capital de esta institución en aquel momento era más del doble que la de SKS hoy en día.

La valoración de SKS, a 4,2 veces su valor contable, no está en consonancia con el rendimiento del capital del 22% correspondiente al ejercicio 2010. Para las instituciones financieras, existe una relación positiva entre el valor contable y el rendimiento del capital (gráfico 8) que indica que el actual rendimiento del capital de SKS debería corresponder a una valoración de aproximadamente 2,0 veces su valor contable.

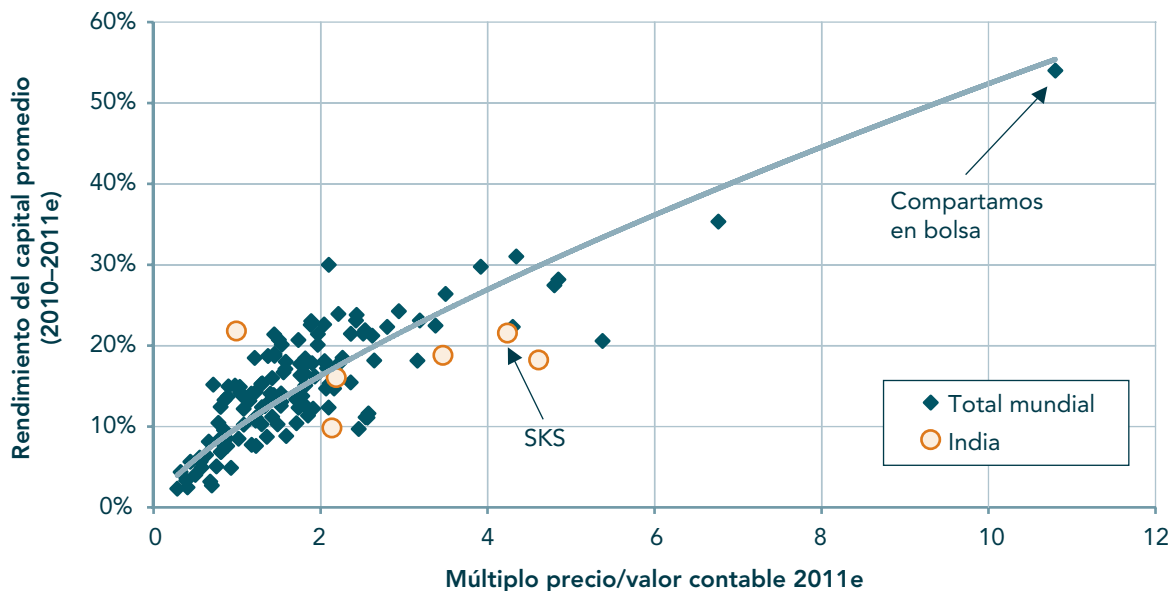
Cuadro 4: Comparativa de evaluaciones

	Precio/valor contable 2010e	Rendimiento del capital 2010e	Precio/Ganancias 2010e
Compartamos	6,8x	37,0%	17,3x
HDFC Bank	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 Bank	2,1x	8,9%	23,2x

HDFC, ICICI: bancos comerciales indios; JPM LIFI Index: índice de 8 instituciones financieras de mercados emergentes con cotización en bolsa y dirigidas a clientes de bajos ingresos.

Fuente: JP Morgan, datos corporativos de SKS, análisis del CGAP.

Gráfico 8: SKS, un caso atípico en la banca mundial, relación entre precio contable y rendimiento del capital



Fuente: previsiones de JP Morgan, Bloomberg. Precios a 30 de agosto de 2010. Los múltiplos precio/valor contable se han calculado dividiendo el precio actual entre el último valor contable por acción. El eje del rendimiento del capital muestra el promedio de rendimiento del capital para las instituciones mencionadas en 2010e y 2011e.

El potencial de ganancias de SKS en los años venideros lleva a cuestionarse si la valoración es demasiado alta. Desde un enfoque positivo, SKS dispondría aún de un amplio margen de crecimiento, teniendo en cuenta el potencial del mercado de las microfinanzas en India. Además, su nivel de apalancamiento es mucho menor que el de otras IMF indias equiparables a ella, por lo que el crecimiento mediante el recurso a empréstitos aumentaría notablemente el beneficio de los inversionistas. Y a medida que sus numerosas sucursales nuevas vayan afianzándose, los márgenes de operación se irán ampliando.

No obstante, las ganancias podrían verse perjudicadas por otros factores. Uno de ellos es que el rendimiento de cartera se vea afectado a la baja por la presión de una competencia cada vez mayor y por los análisis políticos, que hacen que los tipos de interés se mantengan bajos. Asimismo, cabe esperar que las IMF registren un aumento de la morosidad de los préstamos y de las provisiones de fondos para préstamos improductivos, al no existir una central de riesgos que funcione de modo

eficaz. El proceso de establecimiento de este órgano en India sigue su curso, sin que hasta el momento se sepa exactamente cuándo estará operativo ni el nivel de cobertura que proporcionará.

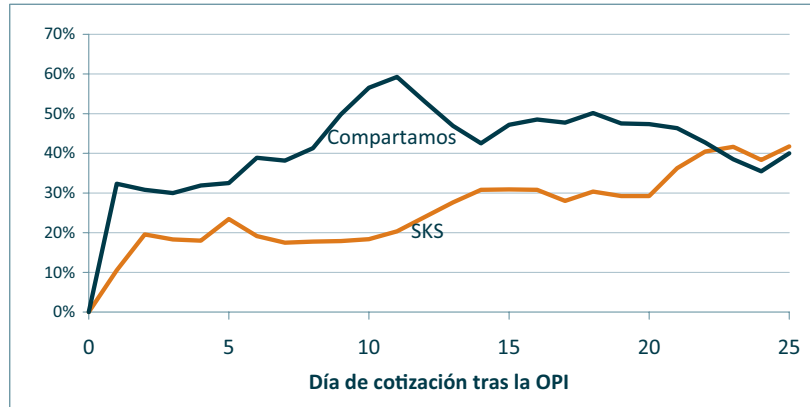
Durante el proceso que condujo a la OPI, varios analistas bursátiles pusieron de relieve las prometedoras perspectivas que se abrían para SKS, aunque no veían con buenos ojos la sobrevaloración de la oferta pública¹². El precio relativamente alto de la oferta es, con probabilidad, un reflejo de la codicia de los inversionistas por las instituciones financieras indias, así como de la fuerte demanda, por parte de inversionistas institucionales, de valores de entidades microfinancieras que coticen en bolsa.

Cotización tras la OPI

De acuerdo con lo establecido por la legislación india, las acciones de SKS comenzaron a cotizar en la Bolsa Nacional de Valores y en la Bolsa de Valores de Bombay dos semanas después de llevarse a cabo

¹² Por ejemplo, Bhattachariya (2010).

Gráfico 9: Cambios de precio tras la OPI Día 0 = OPI



Fuente: Bloomberg, Bolsa Nacional de Valores de India, Bolsa de Valores de Bombay.

la OPI. La respuesta del mercado fue positiva: en el primer día de operaciones, 20,6 millones de acciones (1,2 veces el volumen de la oferta inicial) cambiaron de manos, acumulando unas ganancias iniciales del 11%. La valoración continuó al alza durante las siguientes cinco semanas, tras las cuales el precio de cierre de las acciones era un 42% mayor que el precio inicial de cotización, y se habían intercambiado un total de 4,1 veces el número de acciones sacadas inicialmente a bolsa, según datos de Bloomberg.

El incremento inicial de precio tras la OPI fue mayor en el caso de Compartamos, pero pasadas cinco semanas las acciones de SKS habían alcanzado el mismo nivel (gráfico 9). El volumen negociado en la OPI de SKS ha sido también notablemente superior que en la OPI de Compartamos. Un dato revelador del período inicial de salida a bolsa es que un número importante de empleados de SKS tuvieron la oportunidad de obtener beneficio de las acciones de la compañía y, en muchos casos, llegaron a percibir US\$30 000 o más por persona.

¿Qué repercusiones podría tener la OPI? ¿Redundará en beneficio de los pobres?

La OPI de SKS ha generado ya abundante polémica en todo el mundo, a la que no ha sido ajena la prensa

generalista, y muy especialmente en India, donde el tema ha sido objeto de encendidos debates. Esta polémica se halla inscrita en un debate más amplio acerca de los méritos y los peligros de la comercialización del microfinanciamiento; debate que lleva alimentándose desde hace más de una década. Es indudable que, hoy en día, las microfinanzas combinan fines comerciales con fines sociales. Muchos consideran que atraer capital comercial privado es necesario para garantizar la sostenibilidad y el crecimiento, mientras que otros recelan de una excesiva comercialización, que inclinaría claramente las ganancias del lado de los inversionistas en detrimento de las personas menos favorecidas. La OPI de SKS desempeña un papel destacado en este debate, por tratarse de una IMF que goza de influencia en un gran mercado y porque su OPI aumenta aún más la participación en el capital de inversionistas cuyos fines prioritarios son decididamente comerciales.

Este artículo se redactó unas pocas semanas después de que tuviera lugar la OPI, por lo que la trama de este debate sigue sin desvelarse y quedan muchas e importantes cuestiones por resolver en los próximos meses y años. No obstante, en esta primera etapa pueden ya formularse algunas observaciones acerca de las repercusiones de la OPI y de la comercialización del sector de las microfinanzas en general.

¿Se animarán otras IMF y sus inversionistas a proponer nuevas OPI?

Los fundadores y promotores de SKS habían decidido desde el principio que querían crear una IMF capaz de superar la principal barrera que los separaba del siguiente nivel de crecimiento: el acceso al capital. En aquel entonces, el acceso a los canales convencionales de capital privado y la cotización en bolsa eran conceptos prácticamente desconocidos para las IMF. La ejecución de la OPI ha supuesto un rotundo éxito para los objetivos de SKS. Con una operación tan innovadora en el mercado indio, la compañía abre el camino a otras instituciones, a la vez que establece una referencia que servirá como punto de comparación en el futuro.

Otras IMF indias reúnen los requisitos para llevar a cabo una OPI en los próximos dos o tres años. Más de una veintena de ellas ya han atraído el interés de inversionistas de capital privado. De hecho, casi una tercera parte de todas las inversiones de capital privado en el sector de las microfinanzas en 2009 se concentraron en India (Grupo Consultivo de Ayuda a los Pobres [CGAP] 2010). Ya en agosto de 2010 los medios de comunicación informaban de que otra de las principales IMF de Andhra Pradesh, Spandana Sphoorty Financial, había iniciado un proceso de preselección de bancos de inversión con vistas al lanzamiento de una OPI a principios de 2011 (Reuters 2010).

India se halla en una posición ventajosa para el emprendimiento de nuevas OPI: ofrece una combinación de IMF en rápido crecimiento financiadas por capital comercial privado con mercados de capital ya maduros y una demanda de mercado muy interesante. Hay otros pocos países que cumplen también estos requisitos y que podrían acoger ofertas públicas iniciales en el sector de las microfinanzas. Sin embargo, la mayor parte de los mercados emergentes no tienen IMF suficientemente grandes, mercados de capital desarrollados ni un potencial de crecimiento

de mercado lo bastante prometedor como para llevar a cabo iniciativas de este tipo.

¿Cómo podría estructurarse el mercado para afrontar un cambio de las IMF?

El gran tamaño y la alta tasa de crecimiento sostenido de SKS constituyeron factores importantes a la hora de hacer económica la transacción de la OPI y de demostrar el potencial del sector a los inversionistas. India ya es el mercado de microfinanzas que más rápidamente crece del mundo, y su ritmo de crecimiento podría acelerarse aún más a medida que otras IMF sigan los pasos de SKS. Esta sería una de las consecuencias más destacadas de la OPI, ya que ese crecimiento podría hacer que un número mucho mayor de personas pobres tuviesen acceso a crédito. No obstante, como el CGAP y expertos indios en microfinanciamiento ya han advertido¹³, existe el riesgo de que el rápido crecimiento continúe incluso en zonas geográficas que ya se encuentran totalmente saturadas o de que ese ritmo de crecimiento sobrepase los controles internos de las IMF y erosione la disciplina crediticia.

De todo ello podrían derivarse otras consecuencias. A medida que los sectores financieros crecen y maduran, tienen tendencia a consolidarse, lo que incrementaría las oportunidades de fusiones y adquisiciones en el sector de las microfinanzas indias. Incluso antes de la OPI, la cuota de mercado de este sector se encontraba cada vez más dominada por un reducido grupo de IMF. La OPI podría reforzar esta tendencia si SKS y otras IMF con acceso a grandes sumas de capital trataran de adquirir otras instituciones de microfinanzas.

No está claro, sin embargo, si India está preparada para soportar una estructura de mercado dominada por unas pocas IMF de gran tamaño que operen en todo el país. India posee gran diversidad, y en la comunidad de las microfinanzas se debate acerca de si esa expansión hacia los estados del norte del

¹³ Por ejemplo, Sriram (2010).

país no plantearía formidables retos al crecimiento, dado que en esos estados la pobreza se encuentra más arraigada, los niveles de alfabetización son más bajos y hay una menor seguridad jurídica y menos libertad para la mujer. Algunos expertos indios sostienen que India presenta demasiados contrastes como para estar atendida por unos pocos actores de gran tamaño que abarquen todo el país, y que un sector más diversificado compuesto por múltiples instituciones financieras locales, especializadas por regiones, tendría mayor penetración y ofrecería mejores servicios¹⁴.

La entrada de nuevos actores podría también afectar a la estructura del mercado. El perfil alto del sector microfinanciero podría despertar un mayor interés en instituciones financieras no bancarias y en bancos ajenos a dicho sector que tengan intención de adquirir instituciones de microfinanzas. Asimismo, podrían surgir nuevos actores que quisieran poner en marcha sus propias IMF buscando ante todo beneficios rápidos en vez de suministrar valor a largo plazo para clientes y accionistas. Estos nuevos actores estarían menos interesados y menos atentos a las repercusiones que ello tendría sobre el mercado de las microfinanzas y plantearían riesgos crediticios, operacionales y de reputación para otras IMF y sus clientes.

¿Mejorarán los precios y la calidad del servicio para los clientes?

Los efectos sobre los tipos de interés de un mayor crecimiento, una mayor competencia o una mayor consolidación son difíciles de prever. La creciente competencia existente en India en los últimos años no ha hecho descender el rendimiento de cartera. Así, el rendimiento de la cartera de SKS se ha mantenido en torno al 26% desde 2004, aunque experimentó un breve repunte en el ejercicio 2009, para, no obstante, volver a bajar en 2010, justo antes de la OPI. Es posible que, con un mayor crecimiento y una mayor consolidación, SKS y otras IMF bajen los tipos de interés, y que un mayor grado de supervisión política

añada ulteriores presiones a la baja sobre los tipos. En México, Banco Compartamos, tres años después de su OPI, ha dado una respuesta parcial a la mayor oleada de críticas recibidas desde antes de llevar a cabo la OPI, y lo ha hecho reduciendo ligeramente los tipos de interés (Rosenberg 2009). En India cabe la posibilidad de que los tipos bajen, pero también es posible imaginar una situación en la que unas pocas IMF de gran tamaño estén en condiciones de desafiar a la competencia o a las presiones políticas y mantener los tipos de interés más altos que lo necesario.

El crecimiento espectacularmente rápido de las IMF indias se ha basado desde hace tiempo en un enfoque y en un producto de préstamo acordes a los estándares normales. El mecanismo consiste en la formación de pequeños grupos de prestatarios, cada uno de los cuales recibe un préstamo a 50 semanas que ha de reembolsar en pequeñas sumas del mismo valor por semanas o quincenas. Las IMF han confiado en este enfoque estandarizado para obtener beneficios y, de ese modo, crecer y atraer a nuevos inversionistas. Si bien existe un consenso general sobre la necesidad que tienen los clientes pobres de disponer de un espectro más amplio de productos de préstamos y otros servicios financieros asequibles y de alta calidad, los movimientos en esa dirección han sido relativamente lentos hasta el momento. Está por ver si los recursos adicionales atraídos por la OPI empujarán a SKS a emprender iniciativas más dinámicas para expandir su catálogo de servicios y mejorar la calidad de estos.

¿Cómo reaccionarán los responsables políticos?

India lleva tiempo apoyando y costeando una amplia variedad de iniciativas para promover la inclusión financiera. Una política de la que se han beneficiado especialmente las IMF es la que les permite cumplir parte de los requisitos para la obtención de préstamos del sector prioritario de los bancos indios. Pese a esta ventaja, algunos responsables políticos mantienen

¹⁴ Este punto de vista ha sido expuesto por Nachiket Mor, exdirigente del ICICI Bank, y por Bindu Ananth, presidente de IFMR Trust, en varios actos públicos y en la correspondencia mantenida con los autores del presente trabajo.

puntos de vista divergentes acerca del valor del microfinanciamiento comercial. Durante el proceso de lanzamiento de la OPI, algunos responsables políticos y funcionarios del Banco de la Reserva de India han cuestionado que las IMF que operan con fines comerciales deban seguir teniendo el derecho a obtener préstamos bancarios del sector prioritario cuando los beneficios de su crecimiento redunden en favor de los inversionistas privados, ya que el objetivo de este aspecto de los préstamos al sector prioritario es favorecer a la población pobre de las zonas rurales¹⁵.

La OPI ha elevado aún más el perfil de las IMF, incluso en el terreno político. Este hecho generará más debates acerca de los fines y valores de estas instituciones. Aun antes de la OPI ya existía un extendido debate sobre si los tipos de interés de las IMF son o no demasiado altos, si las prácticas en materia de concesión de préstamos de las IMF están contribuyendo a exacerbar el endeudamiento de los pobres, si el Gobierno debería centrar más su atención en el modelo de vinculación entre los bancos y los GAA, en vez de centrarse en las IMF, y otras cuestiones por el estilo. Las percepciones sobre la OPI de SKS avivarán estos debates y podrían incluso provocar cambios en la actual política.

¿Cómo compaginarán las cúpulas directivas de las IMF los intereses de los pobres con los imperativos comerciales?

La experiencia de SKS con los fideicomisos de beneficio mutuo (recuadro 1) pone de relieve hasta qué punto constituye un reto representar los intereses de los clientes ante el consejo directivo o ante el accionariado de las IMF de gran tamaño. Asimismo, la OPI hace volver la mirada hacia las remuneraciones de los ejecutivos, planteando la cuestión de si el pago de cantidades desorbitadas en un sector que centra su actividad en prestar servicios a los pobres es algo saludable y puede mantenerse. Las anteriores son cuestiones importantes, pero hay al menos otros dos cambios que la OPI ha introducido y que conviene tener en consideración.

El paso de ser una compañía en manos privadas a cotizar en bolsa trae consigo nuevas y mayores exigencias de gobierno corporativo. Las reglas del cargo de director del consejo limitan la participación de familiares en los consejos y prohíben las transacciones con partes que tengan relación con el interesado. A la mayor parte de las compañías cotizadas se les exige que al menos la mitad de sus directivos sean personas ajenas a la gestión de la empresa, un requisito que SKS ya cumple. Existe otra exigencia más importante en relación con la salida a bolsa de SKS, y es la de aumentar su transparencia, por ejemplo, mediante la publicación de informes de rendimiento trimestrales y el sometimiento a normas más exigentes en materia de auditorías y de revelación de información¹⁶.

Con el escenario actual, la OPI ha atraído a inversionistas institucionales, como JP Morgan y BNP Paribas. Estos inversionistas sirven los intereses de un grupo más amplio de partes interesadas y, por consiguiente, tienden a ser más conscientes de su reputación y están más dispuestos a tomar medidas dirigidas a evitar asociarse con instituciones de microfinanciamiento que carezcan de sólidas políticas de protección del cliente, apliquen tipos de interés inusualmente altos o generen publicidad negativa.

Visión de futuro

Una vez completada la OPI y obtenido capital fresco, SKS dispone de varias alternativas para su desarrollo futuro. ¿Solicitará una licencia bancaria, adquirirá otras IMF, diversificará sus productos financieros o emprenderá actividades de otro tipo? ¿Podría SKS aventurarse fuera de India? SKS se ha labrado fama de desafiar a las expectativas y de ir más allá de los límites establecidos del sector del microfinanciamiento. Sea cual sea el camino que tome, el éxito a largo plazo de SKS dependerá en último término de la satisfacción y la fidelidad de sus clientes y de su capacidad para hallar nuevas formas de mejorar sus productos y ofrecer a la población pobre servicios si cabe más adecuados.

¹⁵ Un alto funcionario del Banco de la Reserva de India mantuvo conversaciones en forma privada con el CGAP acerca de esta cuestión.

¹⁶ Securities and Exchange Board of India, circular del departamento de finanzas corporativas sobre el artículo 49 del *Listing Agreement*, 29 de octubre de 2004.

Referencias

- Access Development Services. 2007. *Microfinance India: State of Sector Report 2007*. Nueva Delhi: Sage Publications.
- _____. 2008. *Microfinance India: State of Sector Report 2008*. Nueva Delhi: Sage Publications.
- _____. 2009. *Microfinance India: State of Sector Report 2009*. Nueva Delhi: Sage Publications.
- _____. Próxima publicación. *Microfinance India: State of Sector Report 2010*. Nueva Delhi: Sage Publications.
- Banco Mundial. 2005. PovCalNet. Datos de 2004–2005. iresearch.worldbank.org/PovcalNet/povcalNet.html
- Bhattachariya, Primit. 2010. "SKS Microfinance public issue too expensive, say analysts". LiveMint.com, 27 de julio. <http://www.livemint.com/2010/07/26211344/SKS-Microfinance-public-issue.html?atype=tp>
- CGAP. Próxima publicación. "MIV Survey 2010". Washington, DC: CGAP.
- Chanchani, Madhav A. 2010. "Narayana Murthy's Catamaran Invests Rs 28Cr In SKS". *VCCircle*, 26 de marzo. <http://www.vccircle.com/500/news/narayana-murthys-catamaran-invests-rs-28cr-in-sks>
- Chen, Greg, Stephen Rasmussen y Xavier Reille. 2010. "Growth and Vulnerabilities in Microfinance". *Enfoques* n.º 61. Washington, DC: CGAP, febrero.
- GlobalX. 2008. Entrevista con Vikram Akula. Zúrich, enero. <http://www.socialedge.org/blogs/global-x/vikram-akula-sks-microfinance>
- Intellectap. 2010. *Inverting the Pyramid*, tercera edición. Intellectap.
- Kumar, Vikash, y Daniel Rozas. 2010. "SKS Microfinance Road to IPO—An inside story". *Microfinance Focus*, 12 de mayo. <http://www.microfinancefocus.com/news/2010/05/17/exclusive-sks-microfinance-journey-to-ipo-an-inside-story/>
- Lieberman, Ira, et ál. 2008. "Microfinance and Capital Markets: The Initial Listing/Public Offering of Four Leading Institutions". Council of Microfinance Equity Funds, mayo.
- Mahajan, Vijay, y P. N. Vasudevan. 2010. "Microfinance in India: Twin Steps towards Self-regulation". *Microfinance Focus*, enero. <http://www.microfinancefocus.com/news/2010/01/10/microfinance-in-india-twin-steps-towards-self-regulation-3/>
- Nath, Shloka. 2009. "At the Crossroads". Forbes.com. <http://www.forbes.com/2009/09/25/crossroads-vikram-akula-sks-microfinance-suresh-gurumani-forbes-india.html>
- Reille, Xavier, et ál. 2010. "All Eyes on Asset Quality: Microfinance Global Valuation Survey 2010". *Estudio especial* n.º 16. Washington, DC: CGAP, marzo.
- Reuters News. 2010. "Spandana shortlists banks for \$400mIn IPO". 19 de agosto.
- Rosenberg, Richard. 2007. "Reflexiones del CGAP sobre la oferta pública inicial de Compartamos: un estudio de caso sobre las tasas de interés y ganancias en microfinanzas". *Enfoques* n.º 42. Washington, DC: CGAP, junio.
- _____. 2009. "Why are Compartamos' interest rates dropping? Was buying their stock a good deal? And other tidbits". Blog de microfinanciamiento del CGAP, junio. www.cgap.org
- Securities and Exchange Board of India. 2004. Circular del departamento de finanzas corporativas sobre el artículo 49 del *Listing Agreement*. 29 de octubre.
- Sequoia Capital. 2007. "Sequoia Capital Leads \$11.5 Million Investment Round, Making SKS the Largest Venture-Backed Microfinance Institution in the World". Nota de prensa de Sequoia Capital, 29 de marzo. <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>

SKS. Borrador de la versión final del folleto informativo, 25 de marzo de 2010.

SKS. Versión final del folleto informativo, 16 de julio de 2010.

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

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

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

Apéndice 1: Estructura del accionariado

	% anterior a la emisión	% posterior a la emisión (diluído)	Valor actual (\$ m) ^a	Ganancias de la OPI (\$ m) ^b
Grupo promotor				
Sequoia (SCI II & SCIG I)	21,8	14,0	213,0	83,2
Fideicomisos de beneficio mutuo 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 grupo promotor	55,8	37,1	565,1	195,0
Público	-	23,3	355,7	
Grupo no promotor				
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	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	
Empleados y FPE ^c de SKS	3,0	2,6	39,6	
Otros	0,2	0,2	2,4	
Total grupo no promotor	44,2	39,6	603,8	
Total capital accionario post-emisión	100	100	1524,6	

^a Valor calculado a un precio por acción de INR 985. Ganancias calculadas a un precio por acción de INR 970 debido al descuento de INR50/acción para inversionistas minoristas.

^b Los no promotores no venden acciones en la OPI, por lo que no perciben fondos.

^c FPE = Fondo de previsión de los empleados de SKS

Comparta este número de *Enfoques* con sus colegas o solicite ejemplares adicionales de este u otros artículos de la serie.

CGAP agradecerá sus comentarios sobre este estudio.

Todas las publicaciones del CGAP están disponibles en su sitio web: www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, N.W.
MSN P3-300
Washington, DC
20433 EE. UU.

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

Correo electrónico:
cgap@worldbank.org
© CGAP, 2010

Los autores de este artículo de Enfoques son Greg Chen, Stephen Rasmussen y Xavier Reille, del CGAP, y Daniel Rozas. El presente artículo ha sido elaborado con datos proporcionados por Christoph Kneiding y Abigayle Seidel. Los autores expresan su agradecimiento

a Anne Depaulis, Geeta Goel, Frederic de Mariz, Paul Breloff, Jeanette Thomas, Richard Rosenberg, Mayada El-Zoghbi y Kate McKee por sus valiosos comentarios y su asistencia.

Con fines bibliográficos se sugiere citar esta nota de la serie como: Chen, Greg, Stephen Rasmussen, Xavier Reille y Daniel Rozas. 2010. "Las microfinanzas indias salen a cotización: la oferta pública inicial de SKS". Focus Note n.º 65. Washington, DC: CGAP.

