

REFLEXIONES DEL CGAP SOBRE LA OFERTA PÚBLICA INICIAL DE COMPARTAMOS: UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS Y GANANCIAS EN MICROFINANZAS



El autor de este número de Enfoques es Richard Rosenberg, consultor del CGAP. El autor agradece la asistencia de Andre Laude, Mark Flaming, Martin Holtmann, Kate McKee, María Otero, Elisabeth Rhyne y especialmente de Adrian González, Elizabeth Littlefield y Chuck Waterfield. Las opiniones expresadas aquí pertenecen al equipo de gestión del CGAP y no son necesariamente compartidas por los participantes externos que nos proporcionaron sus comentarios.

© 2007, Grupo Consultivo de Ayuda a la Población Pobre.

El 20 de abril de 2007 el Banco Compartamos, una institución microfinanciera (IMF) que inició sus operaciones en 1990 y originalmente fue financiada mediante donaciones de varias fuentes, incluyendo al CGAP, completó con éxito una oferta pública inicial (OPI) de sus acciones. La OPI generó una sobre suscripción trece veces mayor a la esperada y se consideró un gran éxito según cualquier estándar del mercado financiero¹. La demanda reprimida causó que la cotización de las acciones, que representan un 30% de la propiedad del banco, aumentara un 22% durante el primer día de operaciones. Las causas de la demanda fueron el crecimiento y la rentabilidad excepcional de Compartamos, la carencia de inversiones mexicanas para carteras de mercados emergentes, valor de rareza, administración sólida y el atractivo de las microfinanzas.

El éxito espectacular de la OPI marcó un hito no sólo para Compartamos, sino también para las microfinanzas. Los gerentes de fondos internacionales tradicionales y otros inversionistas verdaderamente comerciales, no los socialmente responsables, compraron la mayoría de las acciones. Probablemente la transacción impulsará la credibilidad de las microfinanzas en los mercados comerciales de capital y acelerará la movilización del capital privado para el sector que proporciona servicios financieros a las personas pobres y de bajos ingresos.

No obstante, la oferta de Compartamos ha generado un amplio debate entre muchos en el campo de las microfinanzas y más allá, especialmente en vista de las enormes ganancias que produjo para los accionistas de Compartamos. Este Enfoques se centrará en tres temas:

- ¿Son justificables las ganancias excepcionales de Compartamos y las altas tasas de interés en las que se basan, a la luz del objetivo social que la compañía identifica como parte de su propósito, y consistentes con los objetivos de desarrollo de sus accionistas principales
- ¿Se utilizó de forma inapropiada el dinero otorgado a Compartamos como apoyo en sus primeros años para enriquecer a inversionistas privados?
- ¿Altera la OPI la gobernabilidad de Compartamos en formas que dificultarán más a la compañía a mantener un equilibrio entre sus objetivos sociales y comerciales, especialmente cuando se tenga que decidir si el dinero va hacia los bolsillos de los accionistas o de los clientes?

La OPI ha provocado debate sobre todas estas interrogantes. De hecho, las dos primeras no están directamente relacionadas con la OPI, porque se hubieran presentado las mismas cuestiones aunque no hubiese ocurrido la OPI. La OPI y las ganancias inesperadas que ésta produjo simplemente han recalado estos temas.

Después de ofrecer algo de la historia y detalles sobre la transacción de la OPI, compartiremos las reflexiones del CGAP sobre estos temas. Las principales fuentes de nuestro

¹ <http://www.reuters.com/articlePrint?articleId=USN2025193920070420>.



Forjando sistemas financieros que sirvan a los pobres



análisis consisten en la circular referente a la OPI y a las bases de datos del *MIX Market* y del *MicroBanking Bulletin*². Debido a los asuntos relacionados con los datos y a suposiciones de simplificación, algunos de nuestros cálculos tal vez no sean completamente precisos, pero creemos que el posible margen de error es lo suficientemente pequeño como para no distorsionar considerablemente la idea general. Invitamos a los principales accionistas de Compartamos a que comentaran sobre el borrador del artículo.

Antecedentes históricos y detalles de la transacción

Compartamos operó desde su creación en 1990 hasta 2000 como una organización no gubernamental (ONG) sin fines de lucro. Durante este periodo recibió US\$4,3 millones en donaciones o préstamos blandos (cuasi-donaciones), por parte de agencias internacionales de desarrollo y fuentes privadas mexicanas. La ONG otorgó micropréstamos a mujeres pobres y de bajos recursos, principalmente en áreas rurales.

Para el año 2000, la ONG Compartamos servía a 60.000 prestatarios. Con el fin de tener acceso a fondos comerciales para un crecimiento aún mayor, la ONG y otros inversionistas establecieron una compañía financiera regulada, organizada a manera de corporación con fines de lucro. Por esos días, USAID otorgó US\$2 millones a ACCION, un proveedor internacional sin fines de lucro especializado en asistencia técnica y capital de inversión a instituciones microfinancieras. Con el dinero, ACCION (1) proporcionó US\$200.000 en asistencia técnica a la ONG Compartamos, (2) otorgó US\$800.000 a esa ONG que se utilizaron para comprar acciones en la nueva compañía financiera, y (3) prestó US\$1 millón a la compañía financiera como deuda subordinada³.

Además de las donaciones y cuasi-donaciones, la organización con ánimo de lucro Compartamos recibió más de US\$30 millones en préstamos de agencias públicas para el desarrollo⁴ y otros US\$15 millones de inversionistas privados con orientación

² Los datos del MIX Market y MicroBanking Bulletin son producidas por el Microfinance Information Exchange (MIX), www.themix.org. Los datos sobre las IMF individuales en el MicroBanking Bulletin son confidenciales y pueden ser usados solamente con permiso de la IMF.

³ El Gateway Fund de ACCION también compró US\$1 millón en acciones de la compañía financiera. Compartamos devolvió el préstamo subordinado antes de su vencimiento cuando hubo fuentes de financiamiento disponibles menos costosas.

⁴ La Corporación Interamericana de Inversiones (CFI), KfW (Alemania), Corporación Andina de Fomento, Corporación Financiera Internacional, y el Instituto de Crédito Oficial (España).

Cuadro 1 Una breve historia de Compartamos

| | |
|--------------|--|
| 1990: | Establecida como ONG |
| 2000: | Transformó sus operaciones a las de una compañía financiera regulada |
| 2002: | Emitió por primera vez deuda en el mercado mexicano de bonos |
| 2006: | Autorizada por el gobierno mexicano para operar como un banco de servicios múltiples |
| 2007: | Oferta Pública Inicial |

social⁵. Estos préstamos generalmente se otorgaron a tasas de interés de mercado o a niveles más elevados.

Desde el 2002, Compartamos tuvo la capacidad de emitir aproximadamente US\$70 millones en bonos de la Bolsa de Valores de México; la mayoría de estos bonos estaban parcialmente garantizados por la Corporación Financiera Internacional (CFI), la cual cobró una comisión de 2,5 por ciento del volumen garantizado⁶. Además, la compañía reunió unos US\$65 millones mediante préstamos de bancos mexicanos y prestamistas comerciales.

En junio de 2006 la compañía financiera recibió una licencia bancaria sin restricciones. Como banco, Compartamos tiene autorización para recibir depósitos, pero todavía no lo había hecho cuando salió la OPI en abril de 2007. Para finales del 2006 la compañía proporcionaba servicios a 616.000 prestatarios y espera continuar su rápido crecimiento.

Los accionistas de Compartamos en el momento de la OPI eran:

- Compartamos AC (la ONG): 39,2% financiado principalmente con las donaciones del CGAP y USAID/ACCION
- Gateway Fund de ACCION: 18,1%
- Corporación Financiera Internacional: 10,6%
- Directores y Gerentes: 23,7%
- Otros inversionistas privados mexicanos: 8,5%

El precio original que pagaron estos inversionistas por sus acciones entre 1998 y 2000 sumó un total aproximado de US\$6 millones⁷. Para finales de 2006, el valor en libros de estas acciones se había elevado a US\$126 millones, debido a las ganancias tan elevadas. El valor en libros del rendimiento del patrimonio de los accionistas ha sido en promedio superior al 53 por ciento anual desde la comercialización

⁵ Dexia Micro Credit Fund y Credit Suisse Microfinance Fund Management.

⁶ La CFI es la rama de inversión del sector privado del Banco Mundial.

⁷ Aunque la compañía financiera no obtuvo su licencia sino hasta el año 2000, tuvo que invertirse capital antes para apoyar la solicitud de la licencia.

en el año 2000, y más del 80% de estas utilidades han permanecido en la compañía para financiar el crecimiento en número y monto de sus préstamos, en lugar de pagarse como dividendo a los accionistas⁸. Esta retención de altas ganancias produjo el crecimiento masivo del valor en libros de la empresa.

Las utilidades reflejan las altas tasas de interés que Compartamos cobra sobre sus préstamos. El rendimiento sobre este interés en la cartera promedio de préstamos fue de aproximadamente 86% en 2005⁹. (Como se mostrará más adelante, las tasas de interés muy altas son comunes tanto entre los proveedores de crédito, como con los proveedores sin fines de lucro, en el mercado mexicano de préstamos a personas de bajos recursos.)

En la OPI del 20 de abril de 2007, los accionistas vendieron aproximadamente un 30% de sus acciones a nuevos inversionistas, la mayoría de los cuales eran administradores de fondos internacionales tradicionales y otros inversionistas puramente comerciales. Esta oferta pública inicial de acciones fue una oferta secundaria: es decir, Compartamos no creó y vendió acciones nuevas, lo cual habría atraído fondos adicionales al banco. De lo contrario, las utilidades de la venta fueron para los accionistas existentes, quienes obtenían ganancias de capital al vender parte de sus intereses en el banco.

Los inversionistas existentes recibieron aproximadamente US\$450 millones por el 30% de sus acciones, lo cual representa más de 12 veces el valor en libros de esas acciones. Esto implica una valoración mercantil de la compañía de más de US\$1.500 millones y una tasa interna de rendimiento sobre la venta de la inversión original de los accionistas (alrededor de US\$6 millones) de aproximadamente 100% anual compuesta a lo largo de ocho años.

La mayoría de las ganancias de la venta se canalizaron a instituciones con fines públicos; la Corporación Financiera Internacional y las ONG sin fines de lucro de ACCION y Compartamos. Una tercera parte de las ganancias, aproximadamente US\$150 millones, fue a los bolsillos de accionistas privados. Las accio-

⁸ La base de datos de The MIX Market (www.themix.org) informa las ganancias como un porcentaje del capital promedio de los accionistas en el transcurso del año, en lugar de emplear el capital inicial al comienzo del año. Esta última medida, la cual se arguye que ofrece una mejor idea del crecimiento del valor de la inversión de los accionistas a través del tiempo, es todavía mayor. Por ejemplo, el rendimiento del patrimonio promedio de Compartamos para 2006 fue del 57,4%, mientras que su rendimiento del patrimonio inicial fue mayor del 70%.

⁹ Debido a que Compartamos transformó sus operaciones a ser con fines de lucro en el 2000, sus préstamos están sujetos al impuesto al valor agregado de aproximadamente 15%. De acuerdo a la práctica mexicana, Compartamos deduce el valor de este impuesto cuando informa sus ingresos por intereses. Así, el interés real que pagan los clientes es aproximadamente 15 puntos porcentuales superior a las tasas que aquí se citan.

nes no vendidas que permanecen en las manos de estos inversionistas privados valen cerca de US\$300 millones, si se valoran al precio de la OPI¹⁰.

1. ¿Son justificables las altas ganancias y tasas de interés de Compartamos en términos del objetivo social que adopta el banco y, consistentes con los objetivos de desarrollo de sus accionistas principales?

La principal fuente de preocupación sobre la OPI en la comunidad microfinanciera ha sido las enormes ganancias que ésta produjo, en particular las ganancias para los accionistas privados. Para abordar este tema debemos primero distinguir entre la *existencia* de ganancias y el *monto* de las ganancias. No vemos nada malo en el hecho de que los accionistas obtengan ganancias de Compartamos. Las agencias de desarrollo y los cooperantes privados siempre han subsidiado algunas actividades que se espera que con el tiempo produzcan ganancias privadas, porque ellos piensan que al mismo tiempo se logrará un objetivo social más amplio. La construcción de una carretera o represa, o el financiamiento de un proyecto de promoción de exportaciones para generar empleos enriquecerán a individuos privados que pueden crear o ampliar sus negocios si el proyecto es exitoso.

Desde los comienzos de Compartamos, todos los participantes, incluyendo a las agencias de cooperación, tenían claro que el objetivo final era financiar un crecimiento masivo de alcance mediante la captura de depósitos, y que esto probablemente necesitaría la futura migración de operaciones hacia una corporación con fines de lucro. Todos tenían la visión a largo plazo de un mercado mexicano de microcrédito en el que muchas compañías privadas competirían por proporcionar servicios financieros a clientes muy pobres, y financiarían sus operaciones a través de fuentes comerciales privadas, en lugar de depender cada vez más del escaso financiamiento por parte de cooperantes. Parece estar claro que Compartamos no estaría actualmente sirviendo a más de 600.000 prestatarios y creciendo tan rápidamente como lo está haciendo, si no hubiera adoptado una estrategia comercial para lograr su misión. En vista de la estrategia elegida, nadie debería estar muy sorprendido de que los actores privados estén obteniendo beneficios.

La parte más difícil tiene que ver con el volumen de las ganancias. Aun aquellas personas que favorecen una estrategia comercial para la mayoría de ser-

¹⁰ Hasta el 1 de junio de 2007, las acciones de Compartamos se estaban negociando a \$ 6,15, una ganancia del 66% superior al precio de \$3,70 establecido en la IPO.

vicios microfinancieros, tienen que rascarse la cabeza cuando ven que los accionistas tienen ingresos anuales del 100 por ciento de sus inversiones, compuestos por ocho años de operaciones. Para evaluar si esto es razonable o ético en el contexto de una compañía y una mayoría de sus inversionistas con un objetivo social, se deben observar las fuentes de esas ganancias y sus usos. ¿En qué medida provienen las ganancias de los bolsillos de los clientes pobres? y ¿se utilizan las ganancias para aumentar el servicio a más personas pobres o las capturan los inversionistas privados?

En cuanto a las fuentes de las ganancias, el sorprendentemente alto precio de las acciones en la OPI¹¹ se debió a diversos factores complejos. Es probable que los más importantes fueran:

- *Escasez de competencia de otros valores mexicanos.* Los administradores de mercados emergentes y otros fondos de acciones internacionales quieren mantener cierto porcentaje de valores mexicanos para propósitos de diversificación. En el momento de la OPI había relativamente pocas emisiones de ofertas mexicanas alternativas, lo cual tendió a aumentar el precio al cual los accionistas de Compartamos podían vender sus acciones. Esta prima no estaba asociada con ningún costo para los prestatarios de Compartamos, por lo que esta porción de las ganancias parecería no estar en conflicto alguno con los objetivos de desarrollo.
- *Licencia bancaria.* En el momento de la OPI, Compartamos tenía su licencia bancaria pero no había comenzado a utilizarla para capturar depósitos. Los depósitos son una fuente de dinero relativamente barata. Así, en igualdad de circunstancias, los compradores esperarían que Compartamos se volviera todavía más rentable una vez que comenzara a aceptar depósitos: sin una inversión adicional por los propietarios del capital, el negocio podría multiplicarse al mismo tiempo que los costos de financiamiento se reducirían. La licencia bancaria fue un activo intangible que no costó nada a los prestatarios de Compartamos. En la medida en que los accionistas vendedores obtuvieron mayores ganancias de capital debido a la licencia bancaria, esas ganancias parecerían no presentar problemas desde la perspectiva del desarrollo.

¹¹ ACCION esperaba, hasta fechas tan tardías como diciembre de 2006, que los compradores pudieran pagar tres veces el valor en libros de las acciones de Compartamos. Cuatro meses después, los compradores de la OPI de hecho pagaron doce veces el valor en libros.

- *Elevadas ganancias actuales originadas por tasas de interés altas.* Cuando uno observa los grandes ingresos que los accionistas iniciales de Compartamos ganaron sobre su inversión, parece probable que la mayor porción de tales ingresos pueda atribuirse al historial de Compartamos de obtener ganancias netas muy altas¹². Esas ganancias netas fueron muy altas porque Compartamos cobró a sus prestatarios tasas de interés considerablemente por encima de lo que la compañía necesitaba para cubrir sus costos, como se indica a continuación. Los compradores de la OPI pagaron precios altos por las acciones de Compartamos, generando enormes ingresos para los accionistas vendedores, porque esperaban que el patrón de ganancias pasadas continuaría e incluso sería mayor. Esas ganancias provinieron directamente de los bolsillos de los clientes pobres de Compartamos, creando un conflicto entre el beneficio de esos prestatarios y el beneficio de los inversionistas de Compartamos.

Por ende, nosotros argumentaríamos que uno no debe preocuparse automáticamente porque los accionistas iniciales de Compartamos obtuvieran ingresos muy altos por sus inversiones. Para ser más específico, la preocupación debe enfocarse en la gran porción de esos ingresos que fue creada al cobrar a los prestatarios tasas de interés más altas de lo necesario.

A. ¿Qué tan altas son las tasas de interés de Compartamos y por qué?

Medimos las tasas de interés de Compartamos en términos de rendimiento; es decir, el ingreso real de los prestatarios durante un año, dividido por el monto promedio de la cartera de préstamos en todo el año. El rendimiento sobre el interés para 2005, de acuerdo a los datos del *MicroBanking Bulletin* utilizados bajo autorización, fue del 86,3%. Cuando se añade el impuesto al valor agregado de un 15%, la tasa pagada por los clientes es mayor al 100%. Los rendimientos sobre el interés en años anteriores han sido todavía mayores.

Estas tasas de interés son considerablemente mayores a las que cobra una IMF típica: la media mundial de las IMF que informaron sus datos al

¹² Los inversionistas compran acciones con el objetivo de obtener ganancias futuras, en gran medida basándose en el desempeño anterior, con ajustes por cambios esperados en el futuro. En igualdad de circunstancias, si las ganancias de Compartamos hubieran sido dos tercios menores (todavía a un nivel robusto de alrededor del 20% de rendimiento anual del patrimonio inicial), se esperaría que las acciones de la OPI se vendieran a un precio dos tercios menor.

MicroBanking Bulletin en 2005 fue de 30,9%. Sin embargo, los préstamos de Compartamos son excepcionalmente pequeños en relación al ingreso nacional bruto per cápita, sólo 5,4% en 2005, en comparación con una media de 43,5% para las IMF mundialmente, de tal forma que sus costos administrativos son inevitablemente mucho mayores que el promedio, y sus tasas de interés, por consiguiente, tienen que ser también mayores que el promedio¹³.

Sin embargo, en el presente Enfoques utilizamos este indicador para esclarecer los costos administrativos. Utilizamos el ingreso nacional per cápita cuando comparamos los montos de los préstamos con los costos porque es nuestra única herramienta de aproximación para los costos laborales en los distintos países, si bien es una aproximación. Contratar a un oficial de préstamos es mucho más costoso en México que en Bangladesh, por lo que el costo administrativo asociado al procesar un préstamo de \$100 sería mucho mayor en México que en Bangladesh. La comparación de los costos y el rendimiento en los distintos países se vería seriamente distorsionado si no se realizan ajustes para reflejar la diferencia en el costo laboral y otros insumos producidos localmente.

De todas las IMF del mundo que se registran en el *MicroBanking Bulletin* (MBB), solo dos grupos de pares parecen ser relevantes como factores comparativos de los rendimientos sobre el interés de Compartamos: el grupo del “mercado enfocado en los pobres” y el grupo del “banco comunal”. Los rendimientos sobre el interés de Compartamos aún son altos en comparación con los de estos grupos (especialmente cuando consideramos que los clientes de Compartamos pagan un 15% adicional de impuesto que no se refleja en el rendimiento reportado), aunque por otro lado su monto relativo de préstamos es menor (Tabla 2).

También resulta útil comparar las tasas de interés de Compartamos con las de otros prestamistas mexi-

¹³ Los analistas comparan los montos de los préstamos con el ingreso nacional per cápita para ilustrar dos asuntos distintos: la pobreza de los clientes y los costos administrativos del crédito. La brecha entre los ricos y los pobres en México es muy ancha, pero los ingresos promedio son mucho más altos que en la mayoría de los países donde operan las microfinanzas. Por lo tanto, la óptica del monto del préstamo comparado con el ingreso per cápita puede inclinarse hacia presentar a los clientes de Compartamos como más pobres de lo que realmente lo son.

Sin embargo, en este Enfoques, usamos este indicador tan solo para emitir los costos administrativos. Utilizamos el ingreso per cápita nacional cuando se compara el volumen del préstamo y los costos debido a que es nuestra única variable, aunque bastante aproximada, para los costos laborales en diferentes países. Contratar a un oficial de crédito es mucho más costoso en México que en Bangladesh, por lo tanto el costo administrativo vinculado a la tramitación de un crédito de \$100 será mucho mayor en México que en Bangladesh. La comparación de los costos y la eficiencia de IMF entre países estarán altamente distorsionadas sin contar con un ajuste que refleje una diferencia entre el costo laboral y otros insumos producidos a nivel local.

Tabla 2 Rendimiento sobre el interés y monto del préstamo: Compartamos vs. dos grupos de pares del MBB (2005)

| | Saldo promedio de préstamos como % del INB per cápita | Rendimiento sobre el interés |
|---|---|------------------------------|
| Compartamos | 5,4 | 86,3 |
| MFI enfocadas en los pobres (mediana) | 16,3 | 35,4 |
| MFI del tipo bancos comunales (mediana) | 23,1 | 47,2 |

Fuente: MBB No.14 Puntos de referencia de los patrones de tendencias (mediana).

canos que llegan a mercados de bajos ingresos. Compartamos está en la parte superior de la escala, aunque ciertamente no en la cúspide (Tabla 3).

Es instructivo al compararlo con otras tasas de interés del mercado mexicano, pero la mayoría de los productos crediticios no son estrictamente comparables. Por ejemplo, la mayoría de los préstamos mediante tarjetas de crédito y de crédito al consumo se hacen a prestatarios asalariados, permitiendo el uso de técnicas automatizadas de calificación del crédito. Normalmente se esperaría que tales préstamos fuesen menos costosos que el microcrédito a prestatarios no asalariados, donde un oficial de crédito debe evaluar cada préstamo individualmente. Una manera más efectiva de analizar las razones y el sentido de las tasas de interés de Compartamos consiste en examinar a dónde va este ingreso por los intereses (Gráfico 1).

La mayor porción de los ingresos es para cubrir los *costos administrativos (operativos)*. La proporción del 36,4% de gastos operativos de Compartamos puede parecer ineficiente en comparación con la media de 15,0% de las IMF mundiales en 2005. Pero esta medida no toma en consideración el impacto del monto de los préstamos de Compartamos, que es muy pequeño en cuanto a México se refiere. Una métrica más adecuada es el gasto operativo por prestatario en el transcurso de un año. Tal análisis no sugiere que la ineficiencia de la administración esté contribuyendo a las altas tasas de interés de Compartamos (Tabla 4)¹⁴.

¹⁴ Otro indicador significativo de ineficiencia es el número de prestatarios por empleado de una IMF. En 2005, la relación prestatario-empleado de Compartamos era de 197, la más alta de cualquier IMF mexicana que reportó datos al MIX, y considerablemente por encima de las medias de los grupos afines del MBB #14 (Todas las IMF—127; IMF de América Latina y el Caribe—120; IMF enfocadas en mercados pobres—170; IMF operando con bancos comunales—158).

Tabla 3 Tasas de interés de créditos al consumidor en México

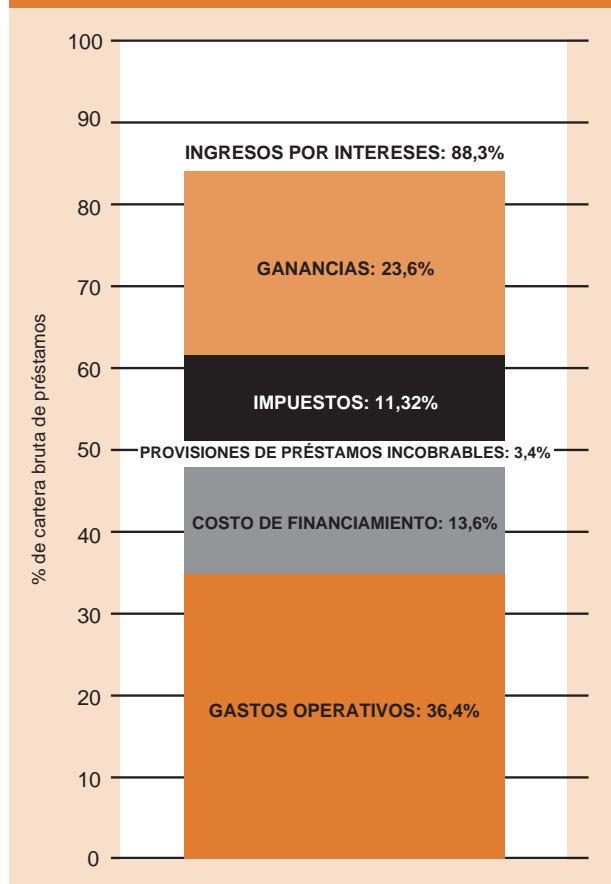
| Prestamista | Rendimiento sobre interés | Año | Fuente |
|--|---------------------------|-------|--|
| Compartamos | 86%** | 2005 | Base de datos del MBB, con autorización |
| IMF | | | |
| FINCA | 89 %*,** | 2005 | Base de datos de The MIX |
| FINCOMUN | 103%*,** (?) | 2005 | “ |
| Caja Popular | 23%*,** | 2005 | “ |
| ProMujer | 67%*,** | 2005 | “ |
| Finsol | 81%** | 2006 | Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (www.cnbv.gob.mx) |
| Pronegocio | 46%** | 2006 | |
| Prestamistas de consumo | | | |
| Independencia | 74%** | 2006 | Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (www.cnbv.gob.mx) |
| Familiar | 79%** | 2006 | |
| Tarjetas de crédito | | | |
| HSBC | 75%*** | 2006 | CONDUSEF |
| Bancomer | 59%*** | 2006 | “ |
| Citibank/Banamesx | 47%*** | 2006 | “ |
| Inbursa | 33%*** | 2006 | “ |
| ScotiaBank | 27%*** | 2006 | “ |
| Crédito comercial | | | |
| Supermercados | 30% mensual | 2002? | Caskey, Ruiz Duran y Solo: The Unbanked in Mexico and the United States (World Bank 2004), p. 41 |
| Cadena de tiendas (bienes duraderos) | 15% mensual | 2002? | |
| Planes de apartado | 30% mensual | 2002? | |
| Otros prestamistas | | | |
| Casas de empeño | 27–200% | | Comunicación de J. Armah, CHF |
| Uniones de crédito | 11–27% | | “ |
| Otros prestamistas del sector informal | ~4–48% mensual | | “ |

*Los rendimientos presentados en la base de datos de The MIX Market están ligeramente sobreestimados, porque incluyen el ingreso por interés sobre inversiones.

**Estos rendimientos se informan netos de impuestos al valor agregado, por lo que subestiman el costo al cliente por 15 puntos porcentuales, aproximadamente.

***Las tasas de tarjetas de crédito divulgadas incluyen el efecto de todas las comisiones.

Gráfico 1 Aplicación de ingreso por intereses de Compartamos, 2005



Fuente: MicroBanking Bulletin con autorización.

Nota: El ingreso que se muestra aquí incluye una cantidad pequeña de interés sobre inversiones, y por consiguiente, es ligeramente más elevado que el rendimiento de cartera de 86,3% mencionado en otra parte de esta publicación.

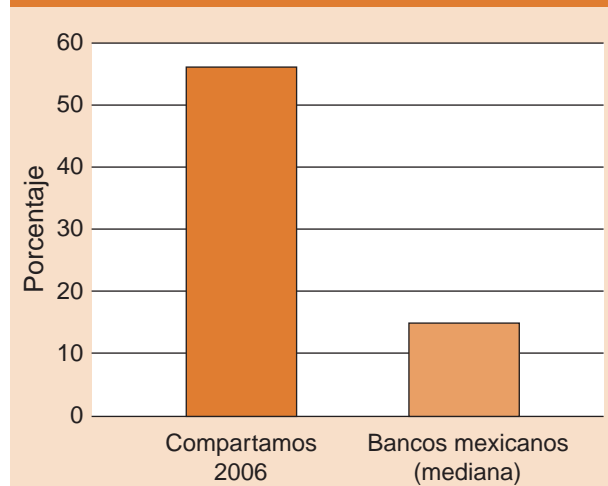
Con un 13,6 por ciento de la cartera, el *costo de los fondos* de Compartamos contribuye significativamente a sus tasas de interés. Se prevé que este costo disminuya en un futuro cercano, cuando el banco comience a financiarse a sí mismo con los depósitos.

Es evidente que el mayor motivador discrecional de la tasa de interés de Compartamos es su alto *margen de ganancias*, que es el tema central que debe abordarse en este debate.

Los gráficos 2, 3 y 4 presentan varias comparaciones de relevancia. Para comenzar, Compartamos es extremadamente rentable en comparación con los bancos mexicanos. Asimismo, es muy rentable en comparación con grupos de pares relevantes de las IMF. Por último, las ganancias de Compartamos se ven elevadas, pero son menos extremas en comparación con las IMF y con los prestamistas de consumo en el sector mexicano.

Antes de pasar a analizar las dimensiones éticas de las elevadas ganancias y tasas de interés, es importante entender bien la relación entre ambas. Es fácil olvidar que gran parte de la tasa de interés está motivada por los costos, no por las ganancias. La gráfica 5 examina cuánto podrían disminuir los rendimientos sobre el interés de Compartamos si las ganancias fueran menores, y muestra que incluso en el escenario extremo de cero ganancias, las tasas de interés tendrían que permanecer altas según los estándares mundiales de las microfinanzas. Si Compartamos redujera su rendimiento sobre capital promedio al 15% que es normal para los bancos mexicanos, su rendimiento sobre el interés se reduciría solamente en una quinta parte, de 86% a 68%.

Gráfico 2 Rendimiento sobre patrimonio promedio 2005: Compartamos vs. Bancos de México



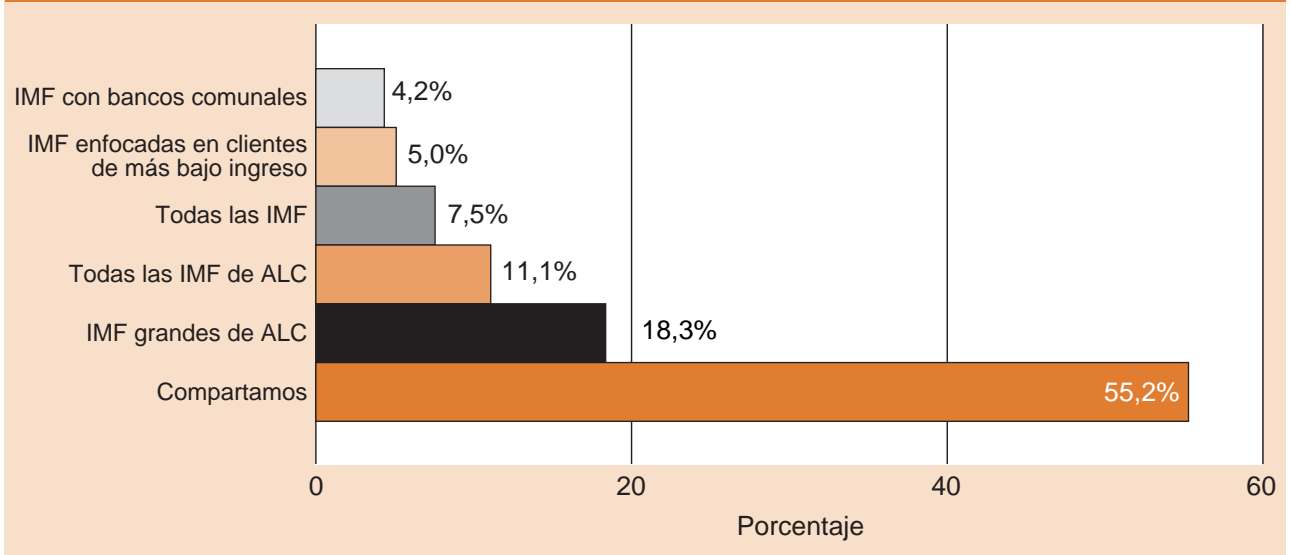
Fuentes: MIX Market; 27 bancos mexicanos en la base datos BankScope hasta el 18 de mayo de 2007, excluyendo a Credomatic como caso extremo con su rendimiento sobre los activos de -533%.

Tabla 4 Gastos operativos por prestatario, como porcentaje del INB per cápita (2005)

| | |
|--|------|
| Compartamos | 1,8% |
| IMF mexicanas | |
| FINCA | 1,8% |
| FINCOMUN | 5,6% |
| Caja Popular | 2,0% |
| Grupos de pares de MBB (medianas) | |
| Todas las IMF | ~12% |
| IMF de América Latina y el Caribe | ~10% |
| IMF enfocadas en mercados pobres | ~37% |

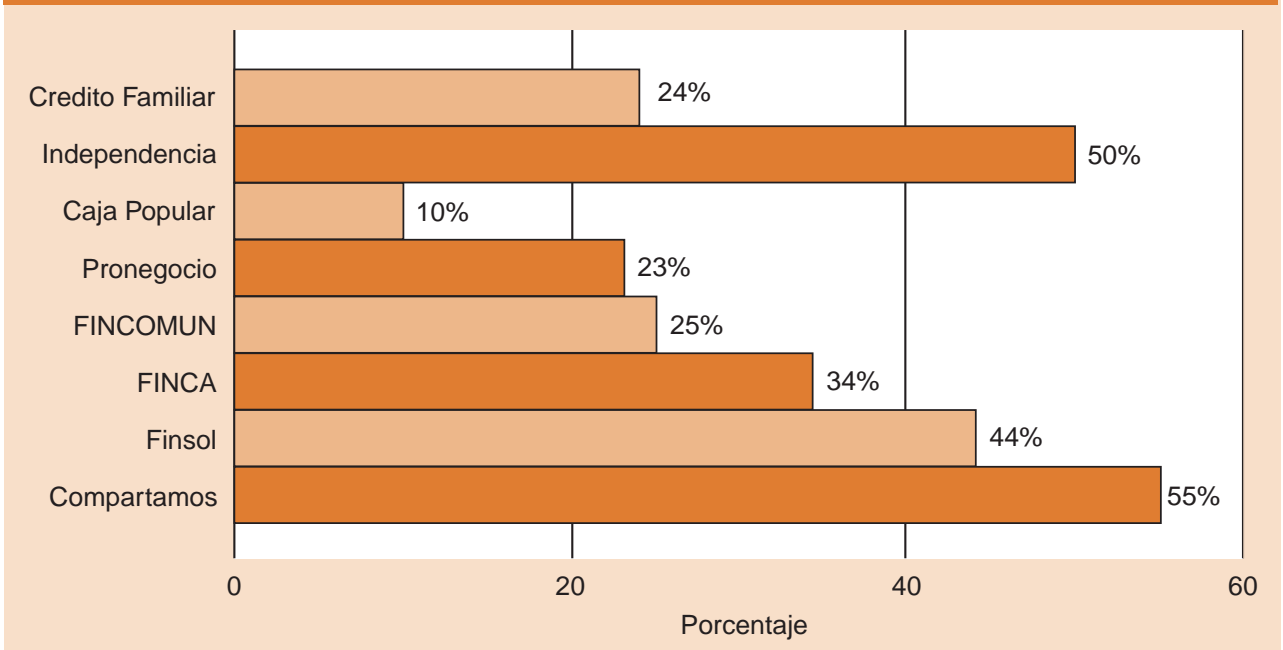
Fuente: datos del MBB No. 14 y del MIX Market.

Gráfica 3 Rendimiento sobre Patrimonio promedio: Compartamos vs. Grupo de Pares en el *MicroBanking Bulletin*



Fuente: Puntos de referencia de los patrones de tendencias según la base de datos del MIX y el *MicroBanking Bulletin* No. 14.

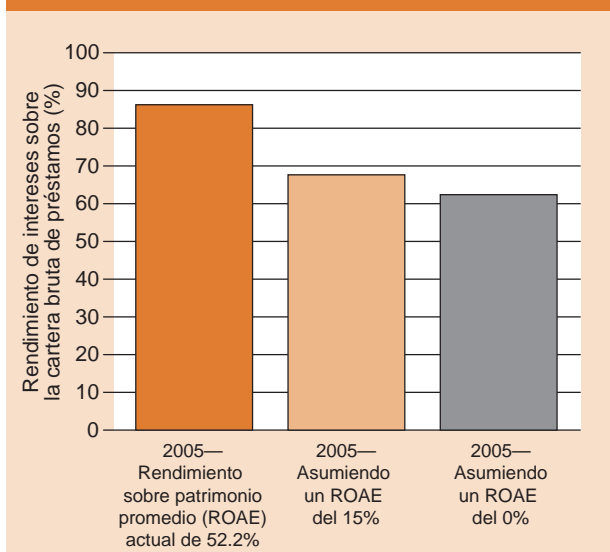
Gráfica 4 Rendimiento sobre patrimonio promedio 2006: Compartamos vs IMF mexicanas y prestamistas de consumo



Fuentes: Base de datos del MIX, *MicroBanking Bulletin* #14, Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (www.cnbv.gob.mx).

Nota: Los prestamistas de consumo (las dos barras superiores) prestan principalmente a empleados asalariados. Las IMF (las seis barras inferiores) prestan principalmente a microempresarios no asalariados.

Gráfica 5 Impacto de las ganancias de Compartamos sobre el rendimiento de intereses



Fuente: Los cálculos están fundamentados en la base de datos del MBB, con autorización.

B. ¿Son las altas ganancias sobre los préstamos de Compartamos consistentes con los intereses de los prestatarios actuales y futuros?¹⁵

Incluso después de su comercialización en el 2000, Compartamos siempre se ha presentado (no tenemos ninguna duda al respecto) como un negocio que no sólo persigue un objetivo financiero; en otras palabras, un negocio que trataría de encontrar el equilibrio entre las ganancias para los accionistas con una misión social, principalmente el bienestar de sus actuales y futuros clientes.

Cuando México sufrió una fuerte devaluación e inflación en 1995, Compartamos, aún en la fase piloto de operaciones, respondió con la decisión de elevar su tasa de interés anual efectiva a más del 100%, con el fin de proporcionar rendimientos reales (ajustados a la inflación) que fueran suficientes para cubrir los costos de sus préstamos. Cuando la inflación bajó nuevamente a sus niveles normales, los fundadores y gerentes deliberaron sobre la alternativa de bajar las tasas de interés. Tenían una opción al respecto porque enfrentaban poca competencia directa y estaban en una posición cercana al monopolio con respecto a sus clientes.

Decidieron dejar como estaban los altos cobros para financiar así la rápida expansión de su alcance a

¹⁵ A medida que Compartamos comience a utilizar su licencia para aceptar depósitos, sus clientes pobres serán no sólo prestatarios, sino también ahorradores, así como usuarios de servicios de pago y tal vez de seguros. En este artículo nos enfocamos en los prestatarios porque son ellos quienes directamente se ven afectados por las tasas de interés elevadas a niveles superiores a los necesarios, lo cual consideramos como el problema más importante bajo debate.

Tabla 5. Crecimiento del alcance de Compartamos

| Año | Prestatarios | % de Crecimiento |
|------------------------|--------------|------------------|
| 1996 | 26.716 | |
| 1997 | 32.254 | 21 |
| 1998 | 43.401 | 35 |
| 1999 | 48.835 | 13 |
| 2000 | 64.141 | 31 |
| 2001 | 92.773 | 45 |
| 2002 | 144.991 | 56 |
| 2003 | 215.267 | 48 |
| 2004 | 309.637 | 44 |
| 2005 | 453.131 | 46 |
| 2005 | 616.528 | 36 |
| Prom. 1996–2000 | | 24% anual |
| Prom. 2000–2006 | | 46% anual |

Fuente: Mix Market.

clientes nuevos. Desde la creación misma del programa de microcrédito, los líderes de Compartamos permanecieron enfocados en su visión de llevar el crédito a un millón de mujeres mexicanas pobres lo más pronto posible. Parece razonablemente claro que en la ausencia de altas ganancias retenidas, la expansión de Compartamos de 1995 a 2000 hubiera sido considerablemente más lenta. Las únicas fuentes alternativas de financiamiento habrían sido más donaciones o préstamos de agencias de cooperación. Es poco probable que hubiera donaciones de un monto suficiente disponibles. El financiamiento con donaciones de los activos al nivel que tenían en el año 2000 habría significado convencer a los cooperantes de que ofrecieran otros US\$7 millones a una operación que ya había recibido US\$6 millones en donaciones iniciales y que ya era comercialmente viable. En lo que se refiere a financiar el crecimiento a través de préstamos, Compartamos como ONG, no podría esperar muchos préstamos de los bancos comerciales, y los préstamos de financiadores orientados al desarrollo estaban mucho menos disponibles entre 1995 y 2000 de lo que están ahora.

Creemos que mientras Compartamos era una ONG, esta estrategia de una alta tasa de interés y altas ganancias retenidas podría defenderse en términos de los intereses de los clientes y otros mexicanos pobres. En esencia, “este sobre cobro” a los clientes existentes por el bien de futuros clientes potenciales, y todas las ganancias acumuladas en la ONG quedarían al servicio de los mexicanos pobres—algunos como clientes de microfinanzas y otros como benefi-

Cuadro 1 ¿Son los préstamos al 100 por ciento de interés demasiado caros para mejorar el bienestar del prestatario?

Compartamos, como la mayoría de las IMF, no ha realizado un estudio extenso que compare los prestatarios con los no prestatarios y ofrezca una respuesta científicamente rigurosa a esta pregunta. Pero existen razones de peso que sugieren que los clientes están obteniendo beneficios:

Para empezar, los clientes obviamente juzgan que los préstamos son buenos para ellos y sus hogares, porque acuden en gran cantidad a solicitar este servicio, con frecuencia atraídos por la recomendación verbal de vecinos que son clientes satisfechos. Tal vez lo más importante sea que ellos pagan sus préstamos de forma regular y puntual, aun cuando existen pocos incentivos para hacerlo, excepto el deseo de mantener el acceso futuro a un servicio que los prestatarios consideran útil para ellos. Por supuesto la demanda por parte de prestatarios no prueba el beneficio a los mismos; nadie argumentaría esto en el caso de los cigarrillos, por ejemplo. No todos utilizan el crédito de manera sabia. Pero cuando los prestamistas están metiendo en dificultades a una parte significativa de sus clientes, esto sale a relucir tarde o temprano en los altos niveles de morosidad y falta de pago. Esto no ha sucedido en Compartamos más que en otros programas microfinancieros bien administrados que cobran tasas de interés más bajas.

A algunos observadores les preocupa que las microempresas de los prestatarios no puedan realmente generar las ganancias suficientes sobre el capital invertido como para poder pagar tales intereses. Sin embargo, las microempresas de comercio y artesanía que necesitan efectivo, con frecuencia pueden generar rendimientos muy altos sobre el capital adicional^a. Cabe resaltar que si Compartamos se asemeja a otras IMF donde se han realizado encuestas fidedignas sobre el uso de los préstamos, entonces la mitad o más de sus clientes utilizan las ganancias de sus préstamos para propósitos no comerciales, tales como comprar una televisión, pagar la escuela de sus hijos, o cubrir gastos médicos. Si bien la tasa de interés de Compartamos es elevada, con frecuencia es considerablemente más baja que la ofrecida por los proveedores de créditos y por las fuentes informales de crédito que son las principales alternativas de sus clientes.

^a Por ejemplo, Urdi y Anagol (2006) y Cull, McKenzie, y Woodruff (2007).

ciarios de programas no financieros—en lugar de enriquecer a los inversionistas privados (cuadro 1)¹⁶.

Una vez que Compartamos comercializó sus operaciones y formó una corporación con fines de lucro en 2000, su crecimiento promedio anual casi se duplicó, lo cual fue positivo para su clientela objetivo. Sin embargo, en ese momento cambió el equilibrio entre los beneficios públicos y privados. Hasta el año 2004, se retenían todas las ganancias para financiar la expansión del alcance y potencialmente de otros programas sociales. Desde la comercialización, los dividendos para los accionistas han sido modestos—cerca de una cuarta parte de las ganancias en 2006. Pero la OPI demostró claramente que los accionistas, incluyendo a los privados y comerciales, no necesitan dividendos para captar ganancias de la compañía. Tan pronto como exista un mercado para las acciones de la compañía, los accionistas pueden extraer sus ganancias mediante la venta de sus acciones.

En esta situación, los altos cobros a los prestatarios se correlacionan directamente con las altas ganancias capturadas por los inversionistas, incluyendo los inversionistas privados: en esa medida, existe un conflicto directo y obvio entre el beneficio de los clientes y de los inversionistas.

¹⁶ Para algunos puede parecer problemática la idea de tomar dinero de los clientes actuales para ayudar a clientes futuros. Pero cualquier IMF inicialmente subsidiada está haciendo esto cuando decide cobrar una tasa de interés que le permitirá ser sostenible a largo plazo: a los clientes existentes se les niega el beneficio de una tasa subsidiada, con el fin de crear un negocio que pueda llegar a muchos otros clientes.

Es instructivo analizar la situación observando las fuentes de financiamiento de los activos de Compartamos a fines de 2006, justo antes de la OPI (Gráfico 6). Las fuentes pueden dividirse así:

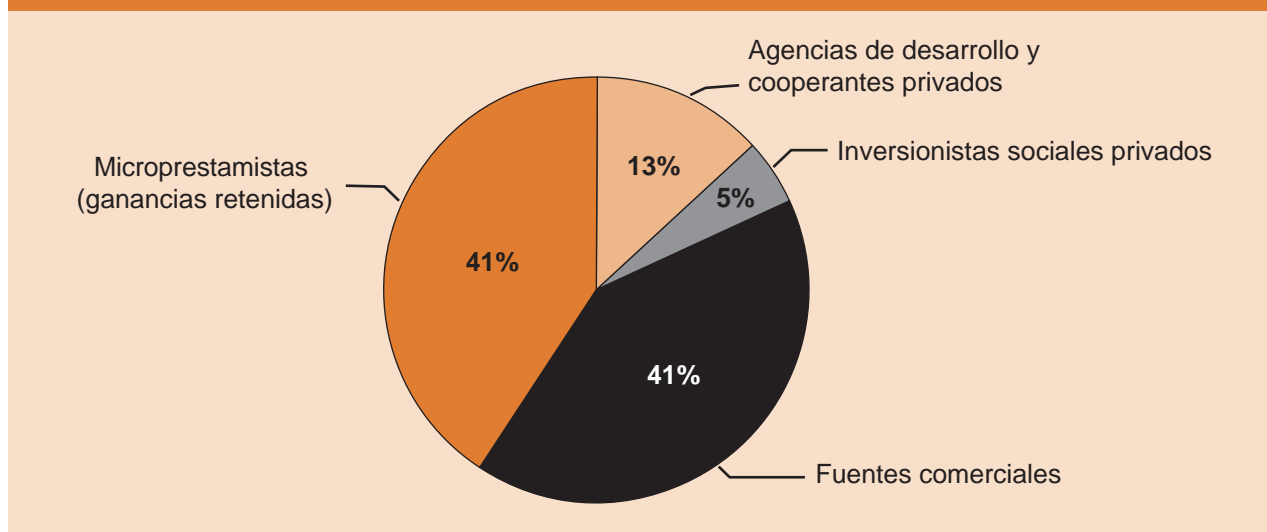
- Agencias de desarrollo y cooperantes privados (donaciones y préstamos cuasi-comerciales)
- Inversionistas privados sociales (préstamos cuasi-comerciales)
- Fuentes comerciales (préstamos de bancos comerciales y compras individuales de acciones) y
- Microprestatarios de Compartamos (ganancias netas retenidas generadas por el pago de intereses)

Esta perspectiva implica que los clientes han financiado una gran parte del negocio actual¹⁷. Por supuesto, esta fuente de capital no obtendrá ningún rendimiento financiero sobre su “inversión”.

El anuncio de la OPI en el sitio Web de ACCION argumenta que “vale la pena recordar que el ingreso de la oferta pública no proviene ni de Compartamos, ni—más crítico aún—de sus clientes de bajos ingresos, sino de los mercados financieros nacionales e

¹⁷ Asumiendo lo indicado en la nota de pie #12, incluyendo la captación de depósitos y la reducción del rendimiento sobre el capital promedio al 20%, para 2010 la porción de los activos de Compartamos financiada por los prestatarios sería mucho más pequeña: cooperantes y agencias para el desarrollo 2%; inversionistas sociales privados 1%; fuentes comerciales (incluyendo depósitos) 80%; y microprestatarios (ganancias retenidas) 17%.

Gráfico 6 Fuentes de los activos de Compartamos 31 de diciembre 2006



Fuente: análisis del CGAP en base a los datos de la circular sobre la oferta pública.

internacionales”¹⁸. Esto es cierto, no obstante, no aborda el hecho de que el ingreso (para los accionistas, no para Compartamos) fuera extremadamente elevado precisamente porque a los clientes de bajos ingresos se les cobró un interés más alto que de costumbre, que produjo ganancias muy elevadas.

¿Acaso Compartamos podría haber reducido sus tasas de interés y sus ganancias? Una manera de hacer eso sería simplemente haber crecido más lentamente. Ciertamente que el crecimiento rápido trajo ventajas comerciales: como mínimo, construyó una cuota del mercado y ocupó las ubicaciones más atractivas para sucursales y atrajo a los mejores clientes antes de que los competidores pudieran hacerlo. Asimismo, proporcionó un beneficio claro para los clientes pobres que no tuvieron que esperar años para obtener acceso a servicios valiosos. *Nos parece que la decisión de Compartamos de crecer con rapidez ha sido defendible desde la perspectiva del desarrollo, es decir, la perspectiva de los clientes actuales y futuros.*

Todo esto nos lleva a la pregunta crítica: ¿Cómo debía haberse financiado ese crecimiento? Compartamos y sus accionistas dicen que las ganancias excepcionalmente altas eran una parte necesaria de la ecuación: “los rendimientos recibidos se han convertido en ganancias retenidas y han permitido a la institución casi duplicar su alcance en los últimos tres años, algo que de ninguna otra forma habría podido hacer”¹⁹.

No hemos estado muy al tanto de las alternativas financieras y las decisiones de Compartamos, pero

esa declaración nos aclara la situación. Los años subsiguientes al 2000 han visto lo que sólo puede describirse como una inundación de nuevos inversionistas de propiedad pública o motivación social, “instituciones financieras internacionales” (IFI) y “vehículos de inversión microfinanciera” (VIM), que están ansiosos por invertir grandes cantidades en la deuda y capital de las IMF²⁰. La oferta de tales fondos ha sido, por lo menos hasta ahora, mayor que la demanda por parte de IMF de alta calidad que cumplen con los criterios de riesgo y rendimiento de estos inversionistas. El resultado es que muchas de las IFI y de los VIM han estado compitiendo por, y concentrando una parte considerable de sus inversiones en, un número relativamente pequeño de IMF de alto nivel, como Compartamos. Estamos casi seguros que desde el año 2000, Compartamos ha rechazado manifestaciones de interés de varios de estos inversionistas y dudamos aún menos que pudo haber obtenido más fondos de los VIM si los hubiera buscado activamente.

Compartamos ha estado orgulloso, y con justa razón, de las sólidas calificaciones corporativas y de bonos por parte de agencias de calificación como *Fitch* y *Standard & Poor*. Adquirir más deuda en relación a la base de capital de la compañía intrínse-

¹⁸ http://accion.org/media_noteworthy.asp_Q_N_E_344

¹⁹ Ibid, se agregó el texto en letra cursiva.

²⁰ Véase: Ivatury, Gautam, y Julie Abrams, “The Market for Foreign Investment in Microfinance: Opportunities and Challenges,” *Enfoques* 30, Washington, D.C.: CGAP, agosto 2005 (http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_30.pdf) and Reille, Xavier, y Ousa Sananikone, “Vehículos de inversión en microfinanzas,” *Reseña CGAP*, Washington, D.C.: CGAP, abril 2007 (http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/Brief_MFIV.pdf).

camente aumenta el riesgo de cualquier empresa. Si Compartamos hubiera adquirido más préstamos para financiar su expansión, el efecto habría sido el de disminuir sus calificaciones y aumentar el costo global de sus fondos. Por otro lado, la empresa no estaba fuertemente apalancada, su relación deuda-capital en 2006 fue solamente de 1,35 y, probablemente había lugar para por lo menos algunos préstamos adicionales sin dañar las calificaciones de Compartamos.

De cualquier manera, Compartamos podría haberse enfrentado a decidir por una parte a pagar unos cuantos puntos porcentuales más en sus préstamos y por otra, disminuir las tasas de interés cobradas a sus clientes. ¿Acaso no elegiría la última opción una empresa con una fuerte y efectiva motivación social?

Vayamos más al grano, ¿por qué Compartamos no pudo aceptar inversiones de capital por parte de las IFI y los VIM, las cuales le permitirían ampliar su financiamiento, incluyendo solicitar más préstamos, sin dañar su relación deuda-capital? La emisión de nuevas acciones a los inversionistas de VIM podría haber afectado negativamente a los inversionistas actuales, diluyendo su capital accionario. Los VIM probablemente no habrían pagado la prima de 1,150% sobre el valor en libros que produjo la OPI. No obstante ¿se comparó el menor rendimiento financiero para los inversionistas existentes con el beneficio para los clientes a manera de una menor tasa de interés?

No queremos dar a entender que la decisión de no adquirir más capital de los inversionistas sociales fue motivada solamente, o tal vez incluso principalmente, para maximizar las ganancias de los accionistas. Compartamos prefería verdaderos inversionistas comerciales (tales como los que compraron acciones durante la OPI) porque quería que el sector financiero mexicano viera a las microfinanzas como una operación bancaria real, no una reservada para los inversionistas con motivación social o los no obstinados. Ellos creían que la inversión verdaderamente comercial era el mejor camino para alcanzar números masivos de clientes. Asimismo, haber traído nuevos inversionistas sociales con grandes bloques de acciones habría diluido el control de operaciones por parte de los inversionistas originales, en tanto que las acciones vendidas en la OPI se repartieron entre un número más amplio de inversionistas con menor probabilidad de organizarse en contra de los accionistas originales. Sin embargo, estas consideraciones también tenían que sopesarse y las consecuencias para los clientes de financiar el crecimiento mediante altas tasas de interés y altas ganancias retenidas.

Reiteramos una vez más que no tenemos acceso a información detallada sobre las circunstancias financieras y decisiones a las que Compartamos y sus accionistas hicieron frente entre 2000 y 2006, ni podemos estar al tanto de los motivos de sus decisiones. No obstante, al analizar los hechos a nuestro alcance, *es difícil evitar cuestionar seriamente si la política sobre tasas de interés y las decisiones de financiamiento de Compartamos dieron la importancia apropiada a los intereses de sus clientes cuando estaban en conflicto con los intereses financieros y de otra índole de sus accionistas.* Aún no está claro qué tanto las decisiones de Compartamos en esos temas difirieron de lo que uno esperaría de una empresa y sus accionistas que buscan simple y llanamente maximizar sus ingresos.

Es necesario ser realista con respecto a la comercialización de las microfinanzas. Aunque ésta conlleva la ventaja del acceso a un financiamiento mucho mayor y permite la expansión exponencial del número de personas servidas, no debe ser causa de gran sorpresa el hecho de que una corporación con fines de lucro empieza a actuar como otras empresas²¹. Sin embargo, en el caso de Compartamos, la participación mayoritaria, dos terceras partes de las acciones, estaba en manos de tres accionistas *pro bono* comprometidos con los objetivos de desarrollo, no con las ganancias. Por lo menos uno desea preguntar por qué ellos no insistieron en dar mayor importancia a los intereses de los clientes de Compartamos.

²¹ Algunos han sugerido que el aumento del tamaño del préstamo vigente promedio de Compartamos cuando se comercializó—de US\$127 en 1999 a US\$440 en 2006—refleja un abandono de los clientes más pobres. Los montos de los préstamos en ocasiones están motivados por la política de la IMF mas que por la pobreza de la clientela. Hace unos cuantos años Compartamos decidió que su límite en el monto del préstamo inicial era mucho más bajo de lo necesario, desde la perspectiva del manejo de riesgo. Cuando comenzó a ofrecer un rango de montos de préstamo inicial, casi todos sus clientes optaron inmediatamente por la opción más alta, haciendo obvio que los montos anteriores no reflejaban sus necesidades y deseos de crédito. Este factor—Compartamos adquirió más confianza en su habilidad de ofrecer a sus clientes préstamos más grandes tal como ellos lo deseaban—sin duda ha causado en gran parte el aumento del monto de los préstamos. Por otro lado, Compartamos entiende ciertamente que a cierta tasa de interés, los préstamos grandes son más rentables que los pequeños. Pero aun si ellos están agresivamente cultivando prestatarios que desean préstamos más grandes, eso no significa necesariamente que aquellos que desean tomar préstamos menores están siendo excluidos. Cada vez queda más claro que la ubicación de las sucursales es uno de los determinantes más fuertes de la pobreza de los clientes, por lo que dudaríamos en concluir que hubo un sustancial “alejamiento de la misión” en Compartamos, a menos que viéramos evidencia de que la distribución de sus sucursales se había orientado hacia barrios más opulentos. Las discusiones sobre la desviación de la misión en una IMF usualmente son frustrantes, porque la cuestión casi nunca puede aclararse con los datos disponibles al público.

En nuestra opinión, esta cuestión es más preocupante que la mayoría de las interrogantes en cuanto al desarrollo de la compañía entre su comercialización en 2000 y la OPI en 2007.

Aunque la OPI de Compartamos puede estimular el interés de los inversionistas en otras IMF, además puede tener resultados menos beneficiosos para otras IMF en América Latina y otros lugares. Un número de países está experimentando una fuerte reacción negativa contra las altas tasas de interés del microcrédito por parte de políticos populistas, medios de comunicación y activistas sociales. Por lo general, esta crítica populista hace caso omiso del hecho que las tasas del microcrédito tienen que ser más altas, en ocasiones mucho más altas, que las de los bancos normales, aun cuando las IMF son eficientes y las ganancias razonables. No obstante, el ejemplo público de Compartamos, donde las tasas de interés y las ganancias que ejercieron una influencia en la OPI se ven muy altas, incluso a la vista de un observador imparcial, podría agregar leña al fuego. En el ambiente actual las IMF van a tener que prestar más atención a las consecuencias políticas de sus tasas de interés.

C. ¿La creciente competencia controlará las tasas de interés y las ganancias de Compartamos?

Afortunadamente (por lo menos desde la perspectiva de los clientes) hay señales de que por fin la competencia está iniciando. La teoría tradicional de la competencia propone una etapa de “arranque” en la que proveedores adicionales han entrado a un mercado que crece rápidamente, siguiendo el liderazgo de los pioneros, pero el mercado todavía está lejos de estar saturado. Durante esta etapa, se espera que las empresas compitan más en cuanto al diseño del producto o calidad del servicio que en el precio. La competencia total de precios viene más adelante, a medida que el mercado se acerca más a la saturación y el crecimiento disminuye²².

Compartamos siempre se ha enfrentado a cierto grado de competencia, porque sus clientes tienen y utilizan otras opciones de crédito, incluyendo fuentes informales, crédito de proveedores, y algunas veces tarjetas de crédito o préstamos de consumo. Estos servicios tienen características que son bastante distintas a los préstamos de Compartamos, por lo que la competencia ha sido indirecta. Sin embargo, esta competencia indirecta está aumentando, a

medida que los bancos mexicanos y otras empresas se concentran en los mercados de más bajo ingreso, hacia servicios al detal, debido a que el mercado bancario corporativo se ha vuelto muy competitivo.

Además, los competidores con fines de lucro bien financiados están ofreciendo servicios que compiten más directamente con Compartamos, como los préstamos de capital a microempresarios no asalariados. Pronegocio es una empresa subsidiaria de Banorte, un banco mexicano de mayor tamaño que tiene 67.000 clientes y está creciendo rápidamente. El actual competidor más serio de Compartamos es Finsol, cuyos dueños son un grupo de exbanqueros de Banorte. Con 175.000 clientes, Finsol está operando en los mismos ambientes rurales donde se encuentran la mayoría de los clientes de Compartamos, utiliza una metodología de banco comunal similar, planea competir con Compartamos por los depósitos, y está agresivamente robándole clientes y personal de las sucursales de Compartamos. Al igual que Compartamos, Finsol tuvo en 2006 un alto rendimiento sobre el interés (81%) y fue muy rentable (rendimiento sobre patrimonio promedio = 44%).

El mercado mexicano del microcrédito está todavía lejos de la saturación, así que todavía va a tomar tiempo antes de que Compartamos se vea obligado a bajar sus precios a niveles que produzcan un margen normal de ganancias sobre sus préstamos. Aun así esperamos que cada año subsiguiente reducirá la libertad de Compartamos de poner el precio a sus productos, pondrá límites más estrictos a su rentabilidad, y obligará a la institución a mejorar el rendimiento.

2. ¿Se utilizó de forma apropiada el dinero otorgado a Compartamos como apoyo en sus primeros años para enriquecer a inversionistas privados?

Como acabamos de señalar, la OPI produjo enormes ganancias para los inversionistas privados. En esta sección analizamos el tema de si las donaciones y otros fondos blandos acabaron en los bolsillos privados (Tabla 6).

Prácticamente todas las donaciones que apoyaban las operaciones de Compartamos se dirigieron a varias ONG sin fines de lucro y allí permanecieron, sin filtrarse hacia los bolsillos privados. No se otorgaron donaciones a la compañía financiera. ACCION hizo un préstamo de US\$1 millón a la compañía financiera de la donación que obtuvo en 2000 de USAID, el cual ya ha sido pagado. ACCION y la

²² Ver: Porteus, David, “Competencia y tasas de interés para microcréditos,” Enfoques 33, Washington, D.C.: CGAP, febrero, 2006 (http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_33.pdf).

Tabla 6 Donaciones y préstamos blandos para las operaciones de Compartamos

| Año | Fuente | Cantidad (US\$000) |
|---------|---|--------------------|
| 1990 | USAID | 50 |
| 1993 | BID (donación) | 150 |
| 1993 | BID (préstamo con términos de cuasi-donación) | 500 |
| 1995 | Alfredo Harp y familia | 1.300 |
| 1995–98 | Otros mexicanos particulares | 300 |
| 1996 | CGAP | 2.000 |
| 2000 | USAID (para ACCION) | 2.000 |
| | Total | 6.300 |

Nota: Esta tabla no incluye la compra de acciones con valor de US\$1 millón en 1998 por parte del Gateway Fund de ACCION; los activos de Gateway en ese entonces provenían principalmente de donaciones anteriores de USAID y CGAP, cuyo propósito era invertir en IMF no específicas y, por lo tanto, no estaban dirigidos a Compartamos.

ONG Compartamos utilizaron el dinero de la donación para comprar acciones de capital de la compañía financiera, pero, por supuesto, retuvieron esas acciones y los derechos a todas las ganancias acumuladas²³. Las enormes ganancias de capital realizadas en la OPI regresan a las ONG y se utilizan para financiar sus actividades de objeto público.

La ONG Compartamos recibió más de US\$100 millones de la OPI, que se utilizarán para ampliar el trabajo enfocado en la salud y nutrición de mexicanos pobres. ACCION vendió un mayor porcentaje de sus acciones y obtuvo aproximadamente US\$135 millones, que empleará para avanzar su trabajo en apoyo de las instituciones microfinancieras alrededor del mundo. Cuando se incluyen los US\$40 millones de la CFI, cerca de cinco octavos de las ganancias de la venta han regresado a instituciones cuyos activos se utilizan para propósitos de desarrollo y no se distribuyen a propietarios privados.

Individuos privados obtuvieron más de US\$150 millones de la venta. Es legítimo cuestionar si ganancias tan elevadas como estas son apropiadas para una compañía que siempre ha defendido ser una organización que intenta alcanzar un equilibrio entre sus objetivos comerciales y sociales; un tema que abordaremos en la siguiente sección. Pero las acciones de

²³ La compra de acciones de la compañía financiera por parte de ACCION fue financiada no mediante la donación de US\$2 millones que USAID otorgó a Compartamos, mostrada en la tabla arriba, sino mediante donaciones anteriores de USAID y CGAP otorgadas al fondo de inversión Gateway Fund de ACCION.

estos individuos privados en la compañía no fueron financiadas con fondos de origen público.

Es cierto que las donaciones financiaron las operaciones en una etapa más temprana, y por lo tanto más arriesgada de las operaciones. Como reconocimiento a esto, la ONG Compartamos recibió una prima muy por encima del valor nominal de la cartera de préstamos que transfirió a la compañía financiera. Puede siempre argumentarse si la prima fue justa, pero esa cuestión tuvo que responderse en 1998 sin el beneficio de la retrospectiva. Nos inclinamos a pensar que la compañía financiera era todavía una propuesta de alto riesgo para los inversionistas privados en 1998. En ese momento, muchos, si no es que todos los inversionistas privados de la compañía financiera estaban motivados por objetivos tanto sociales como financieros²⁴.

Además de los US\$6,3 millones en donaciones para las ONG Compartamos y ACCION, ha habido préstamos de más de US\$45 millones de agencias de desarrollo y de inversionistas sociales a la compañía financiera y el banco. Algunas de estas donaciones han tenido cierto elemento de concesión: por ejemplo, plazos más largos o menores requisitos de garantía que los ofrecidos por prestamistas comerciales, o la protección contra el riesgo político interno que implica contar con inversionistas internacionales. Estas modestas dimensiones de concesión sin duda beneficiaron a la compañía, inclusive a la minoría de inversionistas privados. Lo mismo ocurre en la mayoría de las operaciones de prestamistas orientados al desarrollo, por lo que en este respecto no hubo nada inusual en las inversiones de Compartamos. El punto principal es que las tasas de interés que Compartamos paga por estos préstamos generalmente han sido a niveles comerciales o incluso más altas.

En general, nuestra opinión es que los fondos públicos de ayuda otorgados a Compartamos no se han desviado inadecuadamente hacia bolsillos privados. De hecho, pensamos que los fondos donados se han utilizado con bastante éxito desde la perspectiva del desarrollo. Para fines de 2006, antes de la OPI, los US\$6,3 millones en donaciones habían generado más de US\$130 millones en recursos privados puramente comerciales. Ahora Compartamos comenzará a utilizar su licencia bancaria para movilizar depósitos. Si suponemos que habrá depósitos suficientes durante los próximos cuatro años para apalancar su capital social al mismo nivel que un banco mexicano

²⁴ Es importante destacar que una cuarta parte de las donaciones otorgadas a la ONG Compartamos venía de fuentes privadas mexicanas, principalmente de la familia Harp, quien más adelante también pagó por un 10% de las acciones de la compañía financiera.

típico, entonces para el año 2010 el banco habrá conseguido más de US\$1,200 millones de fondos puramente comerciales, lo cual equivale al 80% de sus activos totales²⁵. Otra perspectiva es la de comparar la inversión original de donaciones por parte de cooperantes, con el número de prestatarios beneficiados: para fines de 2006, las entradas de donaciones contabilizaban aproximadamente US\$10 por prestatario activo actual, una cifra que continuará encogiéndose a medida que el alcance de Compartamos aumente.

3. ¿Altera la OPI la gobernabilidad de Compartamos en formas que dificultarán más mantener un equilibrio con sus objetivos sociales y comerciales, especialmente cuando se tengan que tomar decisiones para ver si el dinero se va a los bolsillos de los accionistas o de los clientes?

Entre más acciones de Compartamos estén en manos de inversionistas comerciales privados, más difícil será tomar decisiones que no maximicen las ganancias de los inversionistas. Después de la OPI, los accionistas institucionales sin fines de lucro se convirtieron en una minoría, por un margen muy pequeño, aunque todavía tienen acciones suficientes como para retener el control efectivo en temas donde haya votación conjunta.

El elevado precio de compra que pagaron los nuevos accionistas durante la OPI establece altas expectativas de rentabilidad. El precio en la venta inicial de las acciones fue de 27,1 veces las ganancias de la compañía en 2006. El puje por las acciones de Compartamos en operaciones de mercado subsiguientes eleva sustancialmente la relación precio-ganancias (P-G). A manera de comparación, la relación P-G promedio a 12 meses para empresas medianas en el *S&P Mid-Cap 400 Index* fue de 19,9 al 31 de marzo de 2007, y la cifra comparable para la Bolsa Mexicana de Valores al 31 de enero de 2007 fue de 19,3. La implicación práctica es que los nuevos compradores no podrán obtener un rendimiento respetable sobre su inversión, a menos que la rentabilidad futura sea considerablemente más alta de lo que ya fue en 2006. Puede esperarse alguna rentabi-

²⁵ Estas cifras incluyen solamente la recaudación de fondos de fuentes externas, no las ganancias retenidas por la compañía. La proyección supone que los pasivos de Compartamos que no son depósitos permanecen igual, y que las ganancias disminuyen a un 20% de rendimiento del patrimonio, aun así se encuentra por encima del promedio del 15% para los bancos mexicanos. Si se asumen ganancias del 50%, el financiamiento estrictamente comercial conformaría aproximadamente el 75% de los activos del banco para el año 2010.

lidad adicional cuando Compartamos comience a utilizar los depósitos, de costo relativamente bajo, para ampliar su cartera de crédito. Sin embargo, en vista del precio que los nuevos inversionistas han pagado por sus acciones, ciertamente tendrán poca consideración por las políticas de tasas de interés que no estiren las ganancias al máximo.

Al mismo tiempo es importante reconocer que la tensión entre los objetivos sociales y los comerciales no inició con la OPI. Comenzó con la comercialización en el año 2000. Aquí, nuevamente, la OPI no es el problema principal. Simplemente resaltó con gran claridad un asunto creado cuando la compañía financiera aceptó a inversionistas privados con fines de lucro.

Para nosotros, la comercialización de Compartamos y la OPI reafirman un mensaje que otros en el campo han estado recalando ya desde hace algún tiempo: *aquellos de nosotros que participamos en las transformaciones de las IMF, necesitamos entender y ser más realistas al hacer frente a las inevitables consecuencias de gobernabilidad de dichas transformaciones.*

Si el enfoque se centra, como pensamos que debe hacerlo, en tratar con el futuro más que en juzgar el pasado, entonces esta es probablemente la lección más importante que presenta la experiencia de Compartamos. Cuando las operaciones microfinancieras pasan de una entidad sin fines de lucro a una con fines de lucro, se generan esquemas complejos de gobernabilidad, incentivos y ética. Desearíamos tener la capacidad de proporcionar comentarios prácticos sobre cómo resolver estos problemas, aunque fuera sólo para evitar lo anómalo de este punto tan importante y que se trata tan brevemente en este artículo. No obstante, el desarrollo de un consenso en cuanto a una práctica segura bajo estas circunstancias va a tomar más tiempo para reflexionar y conversar con nuestros colegas dentro y fuera del sector de las microfinanzas.

Nosotros en CGAP nos preguntamos si somos responsables en cierto grado de esta situación. Nuestra donación de US\$2 millones en 1996 para la ONG Compartamos no incluyó ningún convenio sobre futuras tasas de interés o niveles de ganancias. Este tipo de acuerdo probablemente habría sido inapropiado o poco práctico por varias razones, pero, la verdad es que nunca dimos mucha consideración a la posibilidad de que Compartamos cobraría tales tasas de interés y generaría tales ganancias diez años más tarde, una vez que los inversionistas privados tomaron parte en la situación. Pensamos que los motivos de los primeros líderes, o por lo menos la futura

competencia, mantendría las cosas dentro de límites razonables. Aún tenemos la esperanza, de hecho esperamos que así ocurra, de que la competencia reducirá las tasas de interés y las ganancias en el sector, como se trato anteriormente, aunque está tomando mucho tiempo.

De manera general, desde nuestra ayuda financiera en 1995, CGAP ha expresado abiertamente la necesidad de tasas de interés que sean lo suficientemente altas para cubrir los costos; sin embargo, no hemos hecho hincapié con respecto a la pérdida de clientes cuando las tasas de interés son motivadas por la ineficiencia o las ganancias exorbitantes. Nunca hicimos predicciones concretas sobre qué tan pronto la competencia resolvería estos problemas, pero, probablemente éramos demasiado optimistas en cuanto a esto. La OPI de Compartamos nos brinda a todos la oportunidad de analizar nuevamente estas interrogantes.



Referencias

- Cull, Robert, David McKenzie, y Christopher Woodruff. 2007. "Experimental Evidence on Returns to Capital and Access to Finance in Mexico." Washington, D.C.: Banco Mundial, febrero. http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/Experimental_Evidence_on>Returns_to_Capital_and_Access_to_Finance_in_Mexico.pdf.
- Ivatury, Gautam, y Julie Abrams. 2005. "The Market for Foreign Investment in Microfinance: Opportunities and Challenges." Enfoques No. 30. Washington, D.C.: CGAP, agosto. http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_30.pdf.
- Porteus, David. "Competition and Microcredit Interest Rates." Enfoques No. 33, Washington, D.C.: CGAP, febrero. http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_33.pdf.
- Reille, Xavier, y Ousa Sananikone. 2007. "Microfinance Investment Vehicles." Reseña CGAP. Washington, D.C.: CGAP, abril. http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/Brief_MFIV.pdf.
- Udry, Christopher, y Santosh Anagol. 2006. "The Return to Capital in Ghana." New Haven, Conn.: Yale University. http://www.econ.yale.edu/growth_pdf/cdp932.pdf.

Comparta este número de Enfoques con sus colegas o solicite copias adicionales de este estudio u otros artículos de esta serie.

CGAP agradecerá sus comentarios sobre este estudio. Todas las publicaciones de CGAP están disponibles en su sitio Web: www.cgap.org

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, DC 20433 USA

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

Email:
cgap@worldbank.org