

## Oferta Pública Inicial de Banco Compartamos

### Introducción

El día 19 de abril de 2007, Banco Compartamos se convirtió en la primera institución microfinanciera de América Latina que haya ofrecido capital a través de una Oferta Pública Inicial. (Initial Public Offering, IPO). Los accionistas de Compartamos, que incluyen a ACCION International, la Corporación Financiera Internacional (International Finance Corporation, IFC) y la ONG Compartamos así como inversores mexicanos privados, vendieron un 29,9 por ciento de las acciones de Compartamos en una oferta secundaria que fue incluida en las cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores.<sup>1</sup> El producido total de esta venta alcanzó un total de US\$ 468 millones en títulos que fueron adquiridos por 5.920 inversores institucionales e individuales de México, Estados Unidos, Europa y América del Sur.

En las microfinanzas, las IPO constituyen un fenómeno nuevo, y el éxito de la emisión de Compartamos aumenta la posibilidad de que otras instituciones microfinancieras contemplen la posibilidad de captar capital por medio de ofertas al público. Con todo, la industria microfinanciera recién está comenzando a tener actividad en el terreno de las IPO. ¿De qué forma funciona exactamente una IPO? ¿Cuáles son las condiciones previas para contemplar la emisión de una IPO? ¿Qué factores hicieron que la IPO de Compartamos resultara tan exitosa? ¿Podrían otras instituciones microfinancieras hacer lo mismo? Este ejemplar de *InSight* ofrece información detallada sobre la operación: sus fundamentos, proceso y resultados, así como los factores clave de su éxito. Esta información reviste importancia a efectos de ampliar la comprensión de las IPO en la comunidad microfinanciera.

Más que un nuevo fenómeno, la IPO representa la culminación de una estrategia permanente de las microfinanzas que apunta a lograr la participación del sector privado en las microfinanzas: el modelo comercial de las microfinanzas. El éxito de la IPO ha logrado un nivel de interés sobre las microfinanzas que no tenía hasta ahora precedentes en el mundo de la banca de inversión. Ha logrado difundir el mensaje de que los servicios a los pobres y las utilidades pueden caminar codo a codo, mensaje que sin duda atraerá a más operadores del sector privado hacia las microfinanzas y posiblemente otros enfoques para el tratamiento de la pobreza que sean liderados por el mercado.

A la vez, la valoración sorprendentemente elevada de Compartamos y el producido resultante de la venta han provocado profundos debates dentro de la comunidad microfinanciera acerca de aspectos fundamentales relativos a las tasas de interés, el uso de las utilidades, el significado de trabajar en pro de los intereses de los clientes, y la propiedad y gobernanza de las instituciones microfinancieras reguladas. Las interrogantes surgen en parte debido a que las altas utilidades que fueron un factor significativo para el éxito de la IPO fueron, en parte, posibles gracias a las elevadas tasas de interés. El presente ejemplar de *InSight* se refiere especialmente al porqué y el cómo de la IPO, pero también incluye algunos comentarios preliminares que ayudarán a fijar el marco para las saludables discusiones sobre las tasas de interés y el modelo comercial que seguramente tendrán lugar en el futuro cercano.

*Más que un nuevo fenómeno, la IPO representa la culminación de una estrategia permanente que apunta a lograr la participación del sector privado en las microfinanzas.*

<sup>1</sup> Una oferta secundaria implica vender acciones ya existentes en vez de captar fondos frescos a través de la emisión de nuevas acciones.

## 1. Orígenes e historia de Banco Compartamos

Los orígenes de Compartamos provienen de la organización juvenil mexicana *Gente Nueva*, que fue fundada en 1982 para mejorar la calidad de vida de las comunidades marginadas mexicanas por medio de acciones sociales y programas de salud y alimentación. En 1990, a efectos de brindar apoyo a la creación de microempresas familiares y otras actividades generadoras de ingresos en estas comunidades, se lanzó Compartamos dentro del marco de un programa piloto de banca para los pueblos. En 1995, como el programa de banca para los pueblos se había ampliado y había comenzado a lograr autosuficiencia operativa, sus actividades se separaron del programa alimentario.<sup>2</sup>

En el transcurso de los últimos 17 años, Compartamos, que comenzó sus operaciones de crédito en los estados de Oaxaca y Chiapas, ha registrado una destacada expansión y crecimiento y ha logrado alcanzar y mantener elevados niveles de rentabilidad.<sup>3</sup> En la actualidad, Compartamos ocupa un lugar destacado por ser una de las instituciones microfinancieras de mejor desempeño del mundo y una de las más grandes de América Latina en términos de su número de clientes, habiendo otorgado préstamos a más de 630.000 mexicanos a marzo de 2007. Hacia fines del año 2006, Compartamos operaba a través de 187 sucursales ubicadas en 29 de los 32 estados mexicanos (ver Tabla 1). En opinión de muchos analistas, Compartamos se ha convertido en un modelo mundial para otras instituciones microfinancieras.

**Tabla 1: Panorama general de Compartamos (al 31 de diciembre de 2006)**

Tipo de organización	Banco comercial
Cobertura (número de estados)	29
Número de sucursales	187
Número de empleados	3.203
Número de clientes	616.528
Porcentaje de clientes mujeres	98%
Tamaño promedio de los préstamos	US\$ 446
Coficiente de Saldo promedio del préstamo por prestatario/ Producto Bruto Interno per Cápita (2005)	5,8%
Cartera bruta de préstamos	US\$ 271 millones
Cartera en riesgo a más de 30 días	1,1%
Retorno sobre el capital (Return on Equity, ROE)	56%
Retorno sobre los activos (Return on Assets, ROA)	23%
Tasa de interés efectiva (Rendimiento de la cartera promedio, excluyendo el IVA)	82%* <sup>4</sup>
Coficiente Gastos operativos / Cartera de préstamos	33,45%

Fuentes: Memoria Anual 2006 de Compartamos; Circular de la Oferta de Credit Suisse y perfil de Compartamos en Microfinance Information eXchange ([www.mixmarket.org](http://www.mixmarket.org)).

\* Los clientes también pagan un impuesto al valor agregado (IVA) de un 15 por ciento al gobierno de México, de forma tal que el cargo total a los clientes es de un 97 por ciento.

Desde sus orígenes, Compartamos atendió principalmente a mujeres empresarias, principalmente en zonas rurales, y entre sus clientes un 98 por ciento son mujeres. Estos clientes desarrollan una amplia variedad de actividades económicas tales como comercialización de alimentos, producción de artesanías y actividades granjeras. Compartamos inició sus operaciones aplicando la metodología de la banca para pueblos, que

<sup>2</sup> Por mayor información sobre las etapas de crecimiento de Compartamos, ver Malombe, Joyce. "Community and Development Foundations: Emerging Partnerships," Washington D.C.: Banco Mundial, 2000.

<sup>3</sup> Por información detallada sobre el desempeño financiero de Compartamos, ver la página de estadísticas clave e indicadores financieros del sitio de ACCION International en la Web ([http://www.accion.org/PDF/LAC\\_06Q4\\_prog.pdf](http://www.accion.org/PDF/LAC_06Q4_prog.pdf)), el perfil de Compartamos en Microfinance Information Exchange ([www.mixmarket.org](http://www.mixmarket.org)) o la Memoria Anual 2006 de Compartamos, que se encuentra publicada en el sitio [www.compartamos.com](http://www.compartamos.com).

<sup>4</sup> Carlos Danel Cendoya, Codirector Ejecutivo de Compartamos, Entrevista, junio de 2007

implica ofrecer un préstamo básico cuyo nombre como producto es “Generador de Ingresos”, que apunta a financiar el capital de trabajo. Actualmente, Compartamos ofrece actividades como banca para pueblos, grupos de solidaridad y préstamos individuales, y la magnitud promedio de sus préstamos es de US\$ 446, que representa solamente un 5,8 por ciento del Producto Bruto Interno per capita, lo que sugiere que Compartamos llega a un segmento de muy bajos ingresos de la población mexicana.

De los cuatro productos principales que ofrece Compartamos, el préstamo Generador de Ingresos es todavía en la actualidad el más importante y representa un 88 por ciento de los préstamos (Tabla 2).

**Tabla 2: Los cuatro productos principales de Compartamos (al 31 de diciembre de 2006)**

Producto	Requisitos	Número de préstamos	Porcentaje de los préstamos	Cartera (US\$)	Porcentaje de la cartera
<b>Generador de Ingresos</b>	- Mujeres - Grupos de 15 o más - Garantía de solidaridad	570.905	87,7	236.669.027	87,4
<b>Grupo de Solidaridad</b>	- Hombres o mujeres - Grupos de 3 a 8 personas - Garantía de solidaridad	28.360	4,4	10.572.843	3,9
<b>Crédito individual</b>	- Hombres o mujeres - Garantía personal	16.646	2,6	17.892.504	6,6
<b>Crédito paralelo</b>	- Mujeres - Crédito Generador de Ingresos ya existente	35.142	5,4	5.693.069	2,1
<b>TOTAL</b>		651.053	100%	270.827.443	100%

Fuente: Banco Compartamos. Memoria Anual 2006.

Además de estos productos, todos los clientes están cubiertos por un seguro de vida. Recientemente, Compartamos y Banamex Seguros ganaron el premio “Banquero Sustentable del Año”, otorgado por *Financial Times*, por el diseño de su producto de seguro, que combina una cobertura de seguro de vida sin cargo (con beneficios en efectivo) y una cobertura voluntaria adicional. Compartamos está realizando experiencias pilotos en una gama de productos adicionales que incluyen: préstamos para refaccionar el hogar (con aproximadamente 1.000 clientes en la etapa piloto), préstamos preferenciales para consumidores y un programa de préstamos de emergencia para víctimas de huracanes. Los productos que todavía se encuentran en la etapa de diseño y evaluación incluyen un producto para remesas, un producto para fondos rápidos en efectivo y una cuenta de ahorro.<sup>5</sup>

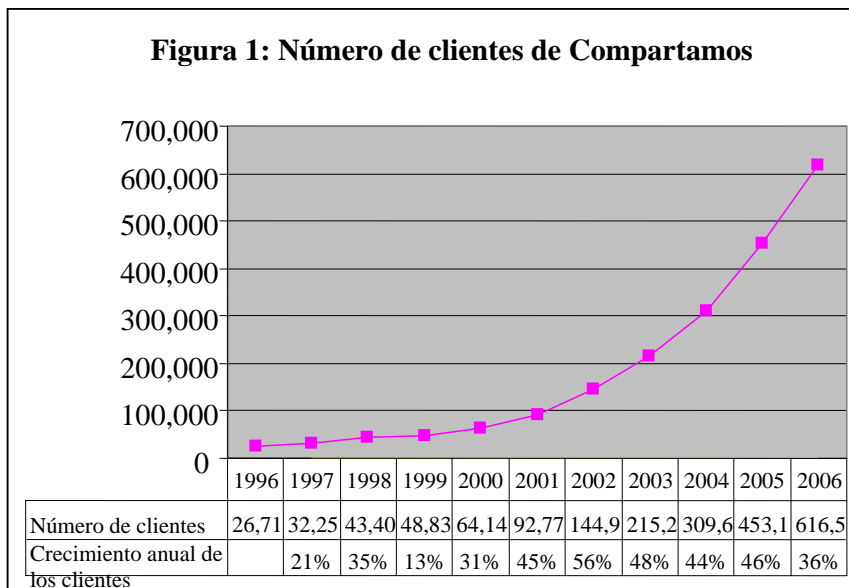
Una vez alcanzada la autosuficiencia financiera en 1997, Compartamos comenzó el proceso de creación de una institución financiera regulada, una *Sociedad Financiera de Objeto Limitado* (SOFOL), con habilitación jurídica para otorgar préstamos de capital de trabajo. La categoría regulada de SOFOL fue creada en 1993, en parte como resultado de la aprobación del ALCA. Las SOFOL son instituciones financieras mexicanas especializadas que otorgan préstamos de capital de trabajo, préstamos hipotecarios, préstamos para agricultura y otros tipos de préstamos.<sup>6</sup> Esta transformación ayudaría a la organización a lograr de manera más rápida un crecimiento sustentable, dado que le permitiría especialmente tener acceso a capital comercial. En el año 2000, las operaciones microfinancieras, el personal y la cartera de préstamos de la ONG se transfirieron a *Financiera Compartamos S.A de C.V.*, que se inició con inversiones de capital de US\$ 6 millones de la IFC, el fondo Gateway Fund de ACCION, Profund, Compartamos A.C. (la ONG fundadora) y otros inversores privados mexicanos.

<sup>5</sup> Monica Brand, Gerente de Proyectos de Compartamos en ACCION International. Entrevista de junio de 2007.

<sup>6</sup> Manuel Campos Spoor, “The Expansion and Future of SOFOLs in Mexico,” presentación ante los Sistemas de Financiación de Viviendas en Economías Emergentes, Conferencia del Grupo del Banco Mundial. 15 de marzo de 2007.

En los seis años siguientes a su conversión en una SOFOL, el alcance, crecimiento y desempeño financiero de la institución han sido extraordinarios (Figura 1). En términos porcentuales, su crecimiento fue incluso más rápido que en la década de 1990, lo que significa un logro extremadamente destacable, dado que Compartamos ya contaba con una amplia base de clientes. (Por lo general, la tasa de crecimiento de los clientes se entelence a medida que las instituciones se expanden.) En términos absolutos, Compartamos incorporó nuevos clientes a un ritmo que no fue alcanzado por ninguna otra institución microfinanciera del continente americano: más de 100.000 nuevos clientes netos tanto en 2005 como en 2006. Sus tasas de crecimiento compuesto anual fueron de un 46 por ciento en términos de clientes y de un 60 por ciento en términos de carteras entre 2001 y 2006<sup>7</sup>. En 2006, la cartera bruta de préstamos alcanzaba un total de US\$ 271 millones, con una tasa de riesgo de la cartera a más de 30 días de un 1,1 por ciento.

En el período 2000-2006, el retorno del capital alcanzó un promedio de un 52 por ciento. Este rápido crecimiento y esta fuerte rentabilidad permitieron que Compartamos lograra acceso a los mercados de capital, y en 2002 *Financiera Compartamos* realizó su primera emisión de bonos por un total de US\$ 20 millones en la Bolsa Mexicana de Valores.<sup>8</sup> Durante los años siguientes, Compartamos captó aproximadamente US\$ 70 millones en el mercado de bonos mediante una mejora gradual de los términos y condiciones de la oferta (incluyendo alguna mejora respecto de los créditos de la IFC para ampliar su tenor), lo que atrajo a cada vez más inversores de las instituciones más tradicionales de México. Todas las emisiones de bonos de Compartamos contaron con el respaldo de fuertes calificaciones de Standard & Poor's y Fitch. Para el año 2006, Banco Compartamos contaba con una calificación MXA+ de Standard & Poor's y una calificación MXA+ de Fitch.<sup>9</sup>



Fuente: Microfinance Information eXchange.

La estructura jurídica de una SOFOL no le permitía a Compartamos ofrecer una amplia gama de productos financieros. Es de destacar incluso que no le permitía captar ahorros, algo que Compartamos consideraba de importancia tanto para los servicios al cliente como por su carácter de potencial fuente de financiación. Se tomó pues la decisión de intentar obtener una habilitación como banco para diversificar mejor su oferta a los clientes. En junio de 2006, *Financiera Compartamos* recibió una habilitación como banco comercial de la

<sup>7</sup>Banco Compartamos. Memoria Anual 2006

<sup>8</sup>Por mayor información sobre las emisiones de bonos de Compartamos, ver: Cesar López, "Microfinance Approaches the Bond Market: The Cases of Mibanco and Compartamos," *Small Enterprise Development*, Tomo 16 N° 1. ITDG Publishing: Rugby, Reino Unido. Marzo de 2005.

<sup>9</sup>Credit Suisse. BANCO COMPARTAMOS S.A., INSTITUCIÓN DE BANCA MÚLTIPLE (COMPART). Oferta Pública Secundaria de Acciones. (Circular de Oferta) 23 de abril de 2007. Versión definitiva.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México y cambió su nombre a *Banco Compartamos S.A., Institución de Banca Múltiple*. La modalidad de banco comercial le permite ahora a Compartamos ampliar su oferta de productos, incluyendo cuentas de ahorro y productos de seguros. Esta nueva situación le permite a Compartamos lograr más fácilmente su ambiciosa meta de alcanzar el millón de clientes para el año 2008.<sup>10</sup>

## 2. ¿Por qué motivos realizó Compartamos una IPO?

El ímpetu inicial sobre la IPO de Compartamos provino de un proceso normal de evolución de la propiedad. La venta de una parte de la totalidad de acciones en cartera les permitiría a los accionistas desplegar nuevamente capital que estaría de otra forma inmovilizado. Algunos de los inversores originales de *Financiera Compartamos*, tales como ProFund, ya habían abandonado la entidad. Otros inversores, como, en particular, ACCION International y la IFC, habían retrasado la venta de acciones hasta después de la obtención de la habilitación como banco para asegurar a las autoridades reguladoras de la banca la confianza y el compromiso vinculados a la solicitud de habilitación. Cada accionista tenía sus propios motivos para vender acciones.

- ACCION contaba con muy poco capital de su total propiedad para realizar inversiones de capital en microfinanzas, aun cuando también estaba desarrollando nuevos proyectos en otras regiones. Dentro de ACCION había fuertes debates en el sentido de que ahora que Compartamos era muy atractivo para una amplia gama de inversores, ACCION debería vender parte de sus acciones, permitir el ingreso de más inversores comerciales y, a la vez, liberar capital que podría invertirse en proyectos de microfinanzas de mayor riesgo en sus etapas iniciales. Dicha decisión cumpliría un doble propósito: llevar las microfinanzas hacia el centro medular de los mercados de capital y permitir a ACCION mantenerse en la región de mayor riesgo a la que corresponde su misión como entidad sin fines de lucro. Asimismo, era de esperar que ACCION pudiera utilizar sus fondos para ayudar a desarrollar instituciones del calibre de Compartamos en otras localidades. Desde una perspectiva ligeramente diferente (y algo opuesta), el gran valor de la cartera total de inversiones de ACCION que representaba Compartamos constituía un riesgo de concentración, por lo que se le recomendó a ACCION que se diversificara para mejorar la gestión de sus fondos.
- De forma similar, Compartamos A.C., la ONG original, y la IFC tenían sus propias políticas y planes internos para la venta y el uso del producido de la venta de acciones. Más aún, hubo inversores privados locales e internacionales que señalaron su fuerte interés en comprar acciones, lo que demostraba que existía un mercado potencial pronto para una venta.

Dado el interés de los accionistas en vender una parte de sus tenencias, Compartamos solicitó que todos los accionistas actuaran al unísono, lo que le permitiría al Banco seleccionar el mejor método para ofrecer liquidez. Se contempló una variedad de medios posibles. Una consideración de importancia a favor de una IPO era el deseo de mantener la misión, la visión y el centro de atención de Compartamos en términos de las operaciones y los clientes microfinancieros. Se consideraba que la solución debería evitar las distorsiones de importancia en la gobernanza, la gestión y la dirección estratégica que podría acarrear un cambio abrupto en la propiedad. Aparte de una IPO, también se consideró la posibilidad de realizar ventas privadas directas, por ejemplo a un inversor estratégico tal como un banco internacional de importancia o un grupo de fondos de capital privados, especialmente fondos dedicados a las microfinanzas. Todos estos tipos de inversores habían expresado un fuerte interés. Sin embargo, vender una parte significativa de su capital a un único inversor o grupo de inversores no fue la opción preferida para Compartamos, dado que esto tendría un tremendo impacto sobre la estructura de gobernanza y potencialmente también sobre su misión social.<sup>11</sup> Una IPO generaría una base de propiedad más diversificada.

Para asegurar la estabilidad de la gobernanza, Compartamos determinó que solamente se ofrecería a través de la IPO un 30 por ciento de sus acciones. También se limitó la cantidad que podría adquirir un único

<sup>10</sup> Ver en la Tabla 4 más detalles sobre la estructura de propiedad de Banco Compartamos luego del otorgamiento de su habilitación en el año 2006.

<sup>11</sup> Ibid. Cabe observar que en la distribución definitiva ningún inversor recibió más de un 1 por ciento del capital total del banco. Estos aspectos se analizan con mayor detalle más adelante.

inversor conforme a la IPO: un 10 por ciento de la oferta o aproximadamente un 3 por ciento del Banco. En los hechos, el máximo asignado a un único inversor fue mucho menor.<sup>12</sup> La multiplicidad de tenencias pequeñas significa que, como resultado de la IPO, no se produjo un cambio ni en la estructura de gobernanza de Compartamos ni en su enfoque mercantil.

Un atractivo adicional de la IPO era, según Álvaro Rodríguez, Presidente de ACCION y representante de la entidad en el Consejo de Administración de Compartamos, el deseo de "...mostrarle al mundo que invertir en los pobres era un emprendimiento rentable y que con una IPO exitosa atraeríamos financiación de fuentes comerciales para ayudar a luchar contra la pobreza".<sup>13</sup> Durante años, Compartamos y sus principales accionistas han trabajado por integrar las microfinanzas al sector financiero tradicional y atraer inversiones privadas. Desde su primera transformación en el año 2000, Compartamos ha apuntado a promover las microfinanzas como una clase de activos que le ofrece a los inversores un retorno tanto social como financiero. La serie de emisiones de bonos mencionadas precedentemente fueron un paso de importancia en este camino; la IPO constituiría un paso adicional de extrema importancia.

*La multiplicidad de pequeñas tenencias significa que ni la estructura de gobernanza de Compartamos ni su enfoque mercantil han cambiado como resultado de la IPO.*

A diferencia de lo que ocurre en muchas IPO, Compartamos no captó fondos para sus propias operaciones o su expansión a través de la IPO. La venta fue una venta secundaria, no primaria, lo que significa que Compartamos no recibió fondos frescos como resultado de la venta. De hecho, a principios de 2007 Compartamos no necesitaba captar nuevos fondos, pues ya contaba con otros medios para financiar su crecimiento.

En su calidad de banco recientemente habilitado por el estado mexicano, Compartamos tiene un bajo apalancamiento en comparación a otros bancos (su coeficiente de suficiencia del capital es de un 40 por ciento en comparación al 16 por ciento que registran los bancos mexicanos en forma promedio). Esto permite la posibilidad de que la entidad logre crecimiento a partir de su base de capital existente por medio de toma de fondos en préstamo y depósitos. Más aún, el capital de la entidad puede seguir aumentando a partir de las utilidades no distribuidas, como lo ha hecho en el pasado.

### 3. El proceso de la IPO

No es fácil llevar a cabo una IPO. Se requiere una considerable cantidad de esfuerzos en términos de transparencia y buena gobernanza, que deben comenzar mucho antes del proceso de la IPO, y también requiere una atención completa de la dirección durante el proceso de la IPO propiamente dicho. Las tareas varían desde la inscripción de la documentación necesaria ante las autoridades reguladoras hasta la redacción de un prospecto para los potenciales inversores, así como diseñar e implementar una campaña de comercialización para la venta de las acciones de la IPO. Banco Compartamos cumplió un proceso de IPO estándar durante el cual se llevó a cabo una variedad de actividades.<sup>14</sup>

**A. Selección de un suscriptor: Credit Suisse.** El primer paso fue la selección del suscriptor. Los suscriptores deciden, en consulta con la compañía emisora, los términos básicos y la estructura de la oferta mucho antes de comenzar las operaciones, incluyendo el porcentaje de acciones que se adjudicará a las instituciones y los inversores individuales. Se invitó a seis bancos de inversión con experiencia en el lanzamiento de IPO en los mercados de capital internacionales a presentar sus propuestas de IPO y venta estratégica a Banco Compartamos. Las propuestas consistían en un plan de trabajo con recomendaciones sobre a quiénes vender (por ejemplo IPO versus inversores estratégicos), cómo estructurar ambas alternativas, opiniones sobre las expectativas del mercado y una propuesta de valoración de la compañía.

<sup>12</sup> Lauren Burnhill, representante de ACCION International en el Consejo de Administración de Compartamos. Entrevista de junio de 2007.

<sup>13</sup> Álvaro Rodríguez, representante de ACCION International en el Consejo de Administración de Compartamos. Entrevista de junio de 2007.

<sup>14</sup> La mayor parte de la información sobre el proceso de la IPO se obtuvo de la presentación de la IPO de Compartamos realizada por Gutiérrez.

Una vez que el Banco tomó la decisión de llevar a cabo una IPO, los criterios para seleccionar al suscriptor se basaron en la experiencia de los bancos de inversión en la emisión de IPO, su enfoque acerca de la valoración y la estructura de la venta, sus conocimientos y su experiencia en la industria microfinanciera, y la calidad de su equipo dedicado a las IPO. Se seleccionó a Credit Suisse First Boston (en adelante CS) con un fuerte apoyo del comité de selección del Consejo de Administración. Si bien CS era responsable de la suscripción general de la IPO, la entidad celebró subacuerdos con suscriptores locales mexicanos para manejar el tramo de la IPO que se negociaría dentro de México. Estos suscriptores locales fueron Banamex (ACCIVAL) y Banorte.

**B. Grupos de trabajo.** En el proceso de la IPO participaron cinco grupos de trabajo especiales: a) el grupo de trabajo interno de Compartamos, formado por el Presidente Ejecutivo, el Director de Finanzas, el Asesor Letrado y el Director de Estrategia del Banco; b) un equipo jurídico externo con profunda experiencia en IPO, conocimientos sobre las operaciones de Compartamos y una relación afianzada con las autoridades mexicanas; c) auditores externos que eran responsables de convalidar los estados financieros de Compartamos según los requisitos jurídicos; d) suscriptores locales experimentados con un profundo conocimiento del mercado mexicano y una buena relación con los inversores locales y e) un comité del Consejo de Administración que supervisaba, entre otros, las revisiones del acuerdo con los accionistas.

**C. Documentación y registro.** Estos grupos de trabajo produjeron los siguientes documentos: una Circular de Oferta Internacional con información clave sobre la oferta privada internacional; un Prospecto con detalles de las características de la oferta pública mexicana; estados financieros auditados de Compartamos; el contrato del suscriptor; y el contrato de compra de acciones.<sup>15</sup> Estos documentos fueron autorizados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), con una recomendación favorable de la Bolsa Mexicana de Valores. Una vez obtenida dicha autorización, la oferta debía ser inscrita ante el Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL) de México.

**D. Comercialización preliminar.** Antes de estructurar los tramos locales e internacionales de la oferta, se celebraron reuniones en América Latina, Estados Unidos y Europa para evaluar la demanda de acciones de Banco Compartamos. Las reuniones también ofrecieron una oportunidad de maximizar el interés de los inversores en la IPO y tener acceso a un amplio grupo de fondos de inversión internacionales. Dado la novedad de la emisión de Compartamos en muchos aspectos, había pocos antecedentes que pudieran permitir evaluar en forma anticipada la forma en que respondería el mercado. Durante las reuniones, las autoridades de Compartamos presentaron la historia, la misión y los objetivos de Compartamos, y CS analizó la dinámica del mercado para las ofertas públicas de mercados emergentes, especialmente para las instituciones financieras. Al cierre de este proceso los suscriptores estimaron el número de potenciales compradores y la escala de su demanda de acciones y, a partir de estas estimaciones, fijaron un precio inicial.

**E. La venta.** La parte final del proceso fue la venta real de la oferta. Se organizó una gira de diez días en cuyo marco se llevaron a cabo 54 reuniones personales, diez llamadas telefónicas en conferencia y ocho reuniones abiertas en los Estados Unidos, Europa y América Latina. Durante esta gira de presentación, el suscriptor recibió órdenes de compra definitivas de inversores con los que se había establecido contacto previamente y que deseaban participar en la oferta. Los pedidos especificaban la cantidad de acciones que deseaban comprar los inversores y el precio que estaban dispuestos a pagar, que se cotizó en referencia a un precio sugerido. A este proceso de compilación de todos los pedidos se le llama normalmente “construcción del libro de ofertas”. Como las expresiones de interés recibidas superaron con creces las expectativas, se aumentó el precio inicial que se había estimado. Durante el período de comercialización, se revisaron al alza varias veces las estimaciones sobre el valor de mercado implícito de Compartamos.

Una vez que se habían recibido todos los pedidos, los mismos cubrían un número de acciones que era 13 mayor que el número de acciones disponible para la compra. El número de pedidos podría haber sido incluso

---

<sup>15</sup> El contrato de compra de acciones le permite al suscriptor adquirir acciones y distribuir las entre inversores compradores calificados. Por lo general, el contrato de compra de acciones dispone, entre otros, arreglos sobre liquidación y pago, custodia y presentación de información.

mayor si el número de acciones que podría adquirir un comprador no hubiera estado limitado a un 10 por ciento de la oferta.

Los suscriptores distribuyeron entonces las acciones entre quienes presentaron ofertas, tomando en consideración la necesidad de construir una combinación de propiedad apropiada y maximizar el producido de la venta. Como resultado de este proceso, se determinó el precio definitivo, que sería de MXN 40 por acción. El 19 de abril de 2007, a la hora del cierre de operaciones, se les informó a los oferentes las acciones que se les habían adjudicado, y cuando los mercados abrieron el día 20 de abril de 2007, comenzaron las operaciones con las acciones de Compartamos en la Bolsa Mexicana de Valores.

#### 4. Resultados

La oferta final constó de acciones que se vendieron públicamente a personas físicas e instituciones mexicanas (18 por ciento del total) y a inversores institucionales de los Estados Unidos conforme a la norma 144A del Reglamento de la Comisión de Valores y Bolsa (Securities and Exchange Comisión, SEC) de los Estados Unidos para los inversores estadounidenses y conforme al Reglamento S para los inversores internacionales (82 por ciento del total, según se analiza en mayor detalle más adelante). Las acciones solamente se cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

**Tabla 3: Resultado de la IPO de Compartamos**

<b>Inclusión en el listado de cotizaciones</b>	Primera IPO bancaria de México en los últimos años
<b>Plazo para la culminación</b>	17 semanas
<b>Demanda</b>	13 veces mayor que lo que se ofrecía para la suscripción
<b>Porcentaje del capital total en flotación</b>	29,9%
<b>Número total de acciones vendidas</b>	128.308.412
<b>Precio de apertura por acción</b>	MXN 40 / US\$ 3,65
<b>Coficiente entre precio de apertura y valor contable<sup>16</sup></b>	12,8
<b>Coficiente entre precio de apertura y utilidades (al 19 de abril de 2007, sobre la base de las utilidades de 2006)<sup>17</sup></b>	24,2
<b>Valor de la oferta</b>	US\$ 468.325.703
<b>Tramos</b>	18% mexicano; 82% internacional

Fuentes: Burnhill, Lauren: "Información sobre la IPO de Compartamos", *Bolsa Mexicana de Valores, Presentación 2007 de Compartamos*. Gutiérrez, Juan José: Presentación de la IPO de Compartamos.

**A. Fijación del precio.** Si bien la magnitud de la oferta (un 30 por ciento del capital) no cambió entre la gira de presentación inicial y su puesta en práctica, los términos de la oferta se modificaron ante la fuerte demanda percibida. Las estimaciones iniciales del precio se situaban en un entorno de MXN 28-35 (pesos mexicanos) por acción. Credit Suisse recomendó aumentar el precio a un entorno de MXN 36 a 40. El precio final que se fijó fue de MXN 40 (US\$ 3,65). Se había ofrecido un total de 128.308.412 acciones. Al precio de US\$ 3,65, la oferta final tuvo un valor total de US\$ 468.325.703. Esto implicó un valor de mercado de Compartamos de unos US\$ 1.560 millones a la fecha de la oferta, en abril de 2007.

El éxito de la venta puede calibrarse según dos coeficientes de significación. El coeficiente de precio/utilidades de Compartamos a la fecha de la oferta inicial era de 24,2 (sobre la base de las utilidades de 2006) y el múltiplo del valor contable representado por el precio de venta era de 12,8. Además de reflejar los mayores múltiplos pagados por una institución microfinanciera, el coeficiente de precio/utilidades es comparable a los múltiplos logrados por bancos latinoamericanos de Brasil, México y Chile (Figura 2) o incluso los superan. Sobre la base de las utilidades de los doce meses anteriores, el múltiplo promedio de

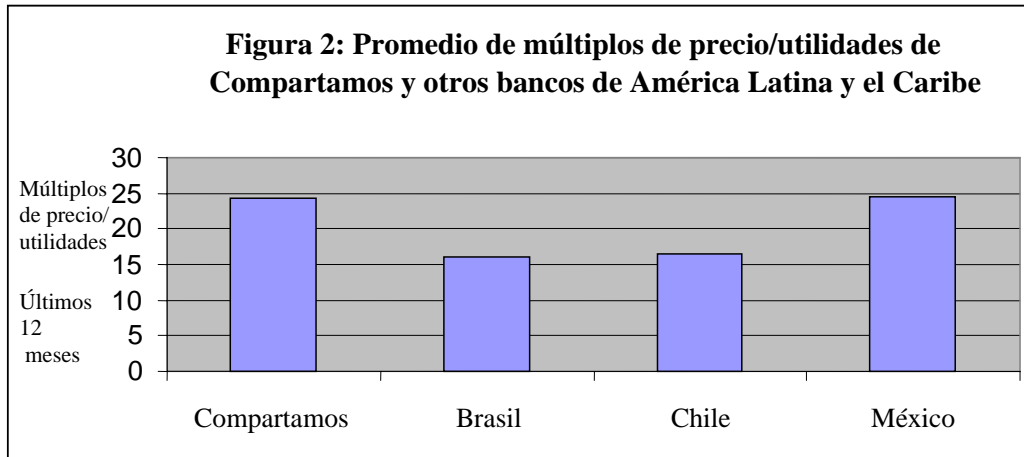
<sup>16</sup> Presentación resumida de la operación Banco Compartamos realizada por Credit Suisse el 15 de junio de 2007.

<sup>17</sup> Cálculos del autor



precio/utilidades de los bancos brasileños fue de 16; para los bancos chilenos fue de 15,6; y para los bancos mexicanos, 24,5 (Figura 2).<sup>18</sup>

**Figura 2: Múltiplos de precio/utilidades, IPO de Compartamos versus promedios de precio de mercado de bancos latinoamericanos**



Fuente: Cálculos de Credit Suisse y cálculos del autor (para Compartamos). La cifra relativa a Compartamos se basa en las utilidades de 2006.

Luego de la IPO, las acciones de Compartamos registraron un fuerte desempeño. Su precio subió un 32,3 por ciento el primer día de operaciones<sup>19</sup> y luego de dos semanas había alcanzado los MXN 59,93 (aproximadamente US\$ 5,50) – lo que representa una prima de un 49,8 por ciento por encima del precio de la oferta. Al 26 de junio de 2007, el precio era de MXN 63,5, lo que le asigna a Compartamos un valor de mercado implícito superior a los US\$ 2.240 millones.

**B. Vendedores y restricciones.** Todos los accionistas de Compartamos anteriores a la IPO vendieron parte de sus tenencias a través de la IPO. El mayor vendedor fue ACCION International, que vendió un 9,025 por ciento de las acciones vendidas, seguido de Compartamos A.C. (la ONG de Compartamos) y la IFC, con respectivamente un 7,4 y un 2,7 por ciento.

**Tabla 4: Compartamos: Estructura de propiedad antes y después de la IPO**

Accionistas	% de tenencia antes de la IPO	% vendido en la IPO	% de tenencia después de la IPO	Número de acciones (vendidas)/compradas
Compartamos A.C.	39,2	7,4	31,8	(25.159.212)
ACCION	18,1	9,0	9,0	(38.613.240)
IFC	10,6	2,7	7,9	(11.302.644)
Inversores individuales	32,2	11,0	21,2	(36.497.448)
Nuevos inversores			29,9	128.308.412
<b>Total de acciones vendidas/compradas</b>				<b>128.308.412</b>

Fuente: Credit Suisse. Circular de Oferta.

Conforme a las normas de valores de México, a todos los accionistas originales se les aplican ciertas restricciones de venta específicas. Esta restricción, aplicable durante un período de seis meses a partir de la venta (hasta el 20 de octubre de 2007) se refiere al plazo de traba. Asimismo, como parte del acuerdo de los

<sup>18</sup> Presentación resumida de la operación Banco Compartamos realizada por Credit Suisse el 15 de junio de 2007.

<sup>19</sup> Randewich, Noel. "Mexican microlending bank surges in market debut." *Reuters*. 20 de abril de 2007.

accionistas completado en marzo de 2007<sup>20</sup>, también se aplican restricciones al porcentaje máximo de acciones que cada accionista puede vender durante los 18 meses siguientes al plazo de traba. Uno de los propósitos primordiales de estas restricciones es asegurar la continuidad de la Dirección de la compañía, así como remarcar el compromiso de los accionistas vendedores para con la fortaleza permanente y el desarrollo del Banco.

Como requisito para su habilitación, a Banco Compartamos no se le permite pagar dividendos durante los tres primeros ejercicios de operaciones como banco, y debe incorporar todos los ingresos netos de dichas operaciones a sus reservas de capital. No habrá dividendos disponibles para los accionistas hasta el año 2010 (con las utilidades netas generadas en el ejercicio que cierre el 31 de diciembre de 2009).

**C. Compradores:**<sup>21</sup> Dado el alto nivel de la demanda internacional de acciones de Banco Compartamos, la IPO se estructuró de manera que estuviera conformada por dos tramos: un tramo mexicano y un tramo estadounidense/internacional. Todas las acciones se cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (con el símbolo COMPART) y se encuentran a disposición del público. Las acciones no se cotizan en ninguna bolsa de valores nacional de los Estados Unidos ni en ningún sistema automatizado de cotización de intermediarios, ni en los Estados Unidos ni en ningún lugar fuera de México. Las acciones negociadas fuera de México solamente pueden ser compradas y negociadas por compradores institucionales calificados (Qualified Institutional Buyers, QIB) que tengan activos disponibles para la inversión superiores a los US\$ 100 millones, en cumplimiento de la Norma 144A de la SEC de los Estados Unidos<sup>22</sup>. En general, los inversores internacionales compraron las acciones conforme a la Norma 144A o el Reglamento S. En la distribución final de la oferta entre el tramo local y el tramo internacional, los inversores mexicanos recibieron un 18 por ciento de la oferta en tanto que el tramo estadounidense/internacional recibió un 82 por ciento.

Hubo un total de 5.920 inversores que adquirieron acciones en Compartamos, incluyendo 158 inversores institucionales. Entre los inversores institucionales se encontraban algunas de las compañías de inversión más importantes de los Estados Unidos, el Reino Unido y otros países, todas ellas entidades que examinan todo el espectro del mercado de capital para seleccionar sus inversiones entre miles de opciones disponibles. Entre los inversores institucionales que adquirieron acciones, un 58 por ciento corresponde a fondos de cobertura y un 42 por ciento a inversores institucionales tradicionales. La distribución geográfica de los inversores institucionales corresponde en un 52 por ciento a los Estados Unidos, un 33 por ciento a Europa, un 5 por ciento a México y un 10 por ciento a otros países latinoamericanos. De hecho, la oferta tuvo una "tasa de impacto" extremadamente elevada, lo que significa que un alto porcentaje de todos los inversores que asistieron a las presentaciones presentó ofertas de compra. Asimismo, las ofertas de compra fueron todas sustanciales. De los 158 inversores institucionales, 72 solicitaron el porcentaje máximo permitido para la oferta (10%, que equivale a aproximadamente un 3 por ciento del capital del Banco). El pedido promedio que se solicitó fue de un 6,5 por ciento de la oferta. Sin embargo, la demanda fue tan elevada que el pedido promedio aceptado fue de solamente un 0,6 por ciento de la oferta, es decir aproximadamente un 0,2 por ciento del capital del Banco.

**D. Nueva estructura de la propiedad:** La estructura de la propiedad de Banco Compartamos ha cambiado luego de la IPO, si bien los accionistas clave continúan desempeñando un papel de importancia (Tabla 4). La ONG, Compartamos A.C., sigue siendo el principal accionista del Banco, con una tenencia de un 31 por ciento. ACCION International es el segundo accionista en términos del volumen de su tenencia. Vendió un 9,025 por ciento de su participación de un 18 por ciento anterior a la oferta; recibió un producido neto (después de comisiones) de US\$ 134.965.740, y conserva un 9,025 por ciento del total de capital.

<sup>20</sup> Burnhill, Lauren, "Información sobre la IPO de Compartamos". Memorando interno a la Dirección: ACCION International, 4 de mayo de 2007.

<sup>21</sup> La mayor parte de la información sobre los compradores proviene del trabajo ya citado de Burnhill.

<sup>22</sup> La Norma 144A les ofrece a las compañías extranjeras un proceso para la venta de valores a inversores institucionales de envergadura que es menos oneroso que el procedimiento de registro ante la SEC que se requiere para cotizar acciones en una bolsa de valores de los Estados Unidos. La Norma 144A fue creada para inducir a las compañías extranjeras a vender valores en los mercados de capital de los Estados Unidos y aumentar la oportunidad de los inversores institucionales de los Estados Unidos de adquirir valores en compañías extranjeras.

Del 32,2 por ciento de las acciones de Compartamos que estaban en poder de inversores individuales antes de la IPO, la mayoría estaba en poder de directores y gerentes de Compartamos. La adquisición de estas acciones data de la época en que se formó la SOFOL en el año 2000, en cuyo momento los inversores individuales de Compartamos eran en su mayor parte personas físicas individuales, incluyendo fundadores y gerentes que colocaron su propio dinero en la nueva *financiera*. Estas inversiones eran riesgosas, dado que Compartamos era todavía una organización relativamente joven que recién estaba abandonando su carácter de ONG. Los accionistas individuales vendieron aproximadamente una tercera parte de sus tenencias totales y conservaron un 21,2 por ciento de las acciones bajo la nueva estructura.

### 5. ¿Por qué fue la IPO tan exitosa?

El éxito de la IPO de Banco Compartamos no puede ser explicado por un único factor. Hubo una variedad de condiciones favorables en la institución microfinanciera, el país y el contexto internacional que contribuyeron al éxito de la oferta:

**Tabla 5: La IPO de Compartamos: Factores de su éxito**

Factor	Condiciones conducentes
<b>Banco Compartamos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Excelente trayectoria en términos de rentabilidad y crecimiento</li> <li>- Excelente potencial de crecimiento en el futuro</li> <li>- Gestión de calidad</li> <li>- Valor social de sus operaciones</li> <li>- Potencial de utilidades a partir de la habilitación como banco</li> <li>- Relaciones con un elevado número de clientes</li> </ul>
<b>Mercado microfinanciero mexicano</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bajo nivel de actividad</li> <li>- Competencia todavía en etapa incipiente</li> <li>- Expectativas de elevadas utilidades en el mercado en su conjunto</li> </ul>
<b>Mercado financiero mexicano</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mercado de valores bien desarrollado</li> <li>- Ambiente regulador favorable y conducente</li> <li>- Inexistencia de otras IPO de bancos</li> <li>- Bajo número de IPO en México</li> <li>- Fuertes operaciones con valores en servicios financieros</li> <li>- Solidez del peso mexicano</li> </ul>
<b>Atmósfera mexicana</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reacción positiva del mercado para con el nuevo presidente del país</li> <li>- Buenas condiciones de mercado</li> </ul>
<b>Factores globales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Altos niveles de liquidez en los mercados de capital globales</li> <li>- Recuperación del mercado para las IPO globales</li> <li>- Servicios financieros considerados como sector “caliente” por los inversores de la Unión Europea y los Estados Unidos</li> <li>- Creciente reconocimiento de las microfinanzas por parte de los inversores</li> <li>- Magnetismo de México como destino de inversiones</li> </ul>
<b>El proceso de la IPO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Excelente compromiso y ejecución por parte de Credit Suisse, Banamex y Banorte</li> <li>- Capacidad de operar tanto en el mercado mexicano como en el mercado internacional</li> <li>- Presentaciones eficaces por parte del equipo de Compartamos</li> </ul>

**A. Banco Compartamos.** Compartamos se destaca por ser una de las instituciones microfinancieras con más rápido crecimiento de la región. Su historia combina crecimiento sostenido, una cartera de riesgo muy pequeña, alta rentabilidad y una excelente gestión, así como operaciones con valor social que atienden primordialmente a mujeres pobres de las zonas rurales. Su notorio desempeño en el tiempo ha enviado una señal positiva a los inversores comerciales. Compartamos ha ganado reconocimiento público a través de un cierto número de premios de alta visibilidad (dos premios de *Financial Times*, premio del BID a la

institución microfinanciera más destacada, inclusión en el listado de “Mejores lugares para trabajar en América Latina”, y Premio a la Transparencia del Grupo Consultivo de Asistencia a los Más Pobres (Consultative Group to Assist the Poorest, CGAP). Asimismo, la habilitación de Compartamos como banco, obtenida en junio de 2006, le da a la entidad un sustancial poder de lograr utilidades adicionales (por ejemplo a través de depósitos y actividades basadas en comisiones) que no se han reflejado en los retornos del pasado. Con la asistencia de Credit Suisse, el equipo directivo de Compartamos realizó una excelente impresión en los inversores durante la gira de presentación.

**B. El mercado mexicano:** El mercado microfinanciero en el que opera Compartamos sigue siendo sustancialmente inactivo. Si bien está creciendo, la competencia está todavía en sus etapas iniciales, lo que permite esperar la continuación de fuertes ganancias en los próximos años. Asimismo, el mercado financiero mexicano es sólido y líquido. México cuenta con un mercado de valores bien desarrollado en el que las operaciones son sólidas. La fortaleza del peso también contribuye al desarrollo financiero sólido del país. Por otra parte, los mercados han respondido con beneplácito a las políticas propuestas por el nuevo presidente de México, Felipe Calderón. El bajo número de IPO que se ha llevado a cabo en México (solamente tres en 2006) operó a favor de la IPO de Compartamos y aumentó la demanda de acciones, lo que, a su vez, contribuyó a aumentar el precio de las acciones.

**C. Factores globales:** Hubo también factores globales que contribuyeron al éxito de la IPO. Los más significativos fueron los elevados niveles de liquidez de los mercados de capital en forma global; la gradual recuperación de los mercados para las IPO en todo el mundo; el hecho de que los servicios financieros sean considerados como uno de los sectores más atractivos para la inversión por los inversores de los Estados Unidos y la Unión Europea; el atractivo de México como país destino de inversiones y la creciente comprensión de la industria microfinanciera y el interés que ha venido despertando entre los inversores en los últimos años.

## 6. Implicancias de la IPO para ACCION International

**Tabla 6: Detalles de la participación de ACCION en la IPO de Compartamos**

Importe en:	Pesos mexicanos	Dólares estadounidenses
<b>Producido bruto de la IPO</b>	1.544.529.600	\$ 140.956.386
<b>Cargos financieros</b>	65.642.508	\$ 5.990.646
<b>Producido neto de la IPO</b>	1.478.887.092	\$ 134.965.740
<b>Acciones vendidas</b>	38.613.240 acciones	9,025% del capital total
<b>Acciones conservadas</b>	38.613.240 acciones	9,025% del capital total

Fuente: Burnhill, Lauren, “Información sobre la IPO de Compartamos”.

La inversión inicial de US\$ 1 millón que ACCION International realizó en Compartamos en el año 2000 a través de su Gateway Fund ha generado un rendimiento muy superior a las expectativas más optimistas (Tabla 6). ACCION International está en conocimiento de su responsabilidad de utilizar el producido de la venta para promover los fines de la industria de las microfinanzas de dar una solución a la pobreza a través de servicios financieros, y se ha embarcado en un ejercicio de planificación estratégica osado pero completo para definir cuál es la mejor forma de apalancar estos nuevos recursos. La escala del producido de la venta de acciones (US\$ 134.965.740 neto de comisiones) le permitirá a ACCION realizar nuevas inversiones de capital, trabajar en otros países y regiones, desarrollar iniciativas creativas y fortalecerse a efectos de poder llevar a la práctica su misión de manera aún más eficaz. El grueso de los recursos de la IPO se mantendrá dentro de las reservas estratégicas, como ayuda para cubrir una parte del presupuesto operativo de ACCION. El resto del presupuesto de ACCION provendrá de honorarios de consultoría, ingresos por dividendos y campañas de captación de fondos. Las donaciones de los sectores público y privado continuarán siendo cruciales, pues los retos que implica buscar soluciones para la pobreza por medio de servicios financieros siguen siendo todavía mucho mayores que los recursos con los que cuenta la entidad. Las donaciones se aplicarán a emprendimientos menos comprobados y más riesgosos, con un alto potencial de generar un impacto.

## 7. Implicancias de la IPO para las microfinanzas

La IPO de Compartamos es un hito de significación en la evolución de las microfinanzas, pues marca un nuevo nivel de reconocimiento de las microfinanzas por parte de los mercados financieros tradicionales. Seguramente, en el futuro cercano los operadores de la industria de las microfinanzas examinarán la IPO y sus implicancias. En este trabajo nos referimos brevemente a algunos de los interrogantes más profundos que plantea la IPO para este campo en su conjunto. Los comentarios que siguen son demasiado preliminares como para constituir una opinión acabada sobre ninguno de los temas tratados. Por el contrario, constituyen más bien una invitación a que se realicen debates permanentes sobre estos temas por su importancia.

### A. ¿Habrán más IPO de instituciones microfinancieras?

Compartamos no es la primera institución microfinanciera que ha emitido acciones en una bolsa de valores pública. Los bancos Rakyat Indonesia (2003, incluido en los listados de cotizaciones de las bolsas de Jakarta, Singapur y otras) y Equity Bank (2006, Bolsa de Valores de Nairobi) le han precedido.<sup>23</sup> Ambos fueron muy exitosos, pero no lograron un retorno tan alto para los inversores como la emisión de Compartamos.<sup>24</sup> De estas tres instituciones, solamente Compartamos se creó originalmente como una institución microfinanciera. Si bien todas estas instituciones microfinancieras y sus circunstancias son significativamente diferentes de Compartamos, la inclusión de sus valores en los listados de bolsa tienen importancia para la industria microfinanciera. Sería útil realizar un análisis comparativo de las tres IPO. En este ejemplar de *InSight* se incluyen solamente algunos comentarios.

La IPO del BRI, por un 40 por ciento de su capital, implicó tanto la venta de acciones ya existentes (emisión secundaria) como la venta de nuevas acciones (emisión primaria). Como en el caso de la IPO de Compartamos, la IPO de BRI estaba también conformada por un tramo local y un tramo internacional. Las ofertas de suscripción fueron 15 veces mayores que el volumen disponible y las ventas generaron un producido total de US\$ 480 millones.

**Tabla 7. La IPO de Bank Rakyat Indonesia**

<b>Tipo de oferta</b>	Primaria y secundaria
<b>Bolsa de valores</b>	Singapur, Jakarta y otras
<b>Capital vendido (como porcentaje del capital total)</b>	40%*
<b>Precio (al tipo de cambio vigente al 10 de noviembre de 2003)</b>	US\$ 0,10 (Rp 875)**
<b>Coficiente precio/utilidades en 2003</b>	11,14**
<b>Múltiplo del valor contable al momento de la venta</b>	1,4*
<b>Suscripción en exceso</b>	15*
<b>Valor de las acciones emitidas y vendidas</b>	US\$ 480 millones***

Fuente: Bank Rakyat Indonesia, 6 de junio de 2007; Bolsa de Valores de Jakarta y MicroCapital Monitor, mayo de 2007, página 8.

La inclusión de la emisión de Equity Bank en las bolsas, en agosto de 2006, fue de una escala menor. Fue recibida con entusiasmo por la Bolsa de Valores de Nairobi y, durante los meses de operaciones inmediatamente posteriores a la IPO, el precio de las acciones registró un fuerte incremento.

En los tres casos, los valores implícitos en la fijación del precio, el excedente de las suscripciones y los movimientos posteriores de los precios se situaron muy por encima de los valores registrados en la mayor parte de las ventas de acciones de instituciones microfinancieras privadas que se han informado al proyecto de base de datos de valoración del Consejo de Fondos de Acciones de Instituciones Microfinancieras. Estos elevados valores tienden a sugerir que las acciones vendidas en forma privada sufrieron un fuerte descuento por la falta de liquidez. El descuento por liquidez es mucho menos relevante en el caso de las acciones que se negocian entre el público.

<sup>23</sup> MicroCapital Monitor, mayo de 2007

<sup>24</sup> También realizó una IPO el Network Microfinance Bank de Paquistán, que es una organización mucho más pequeña.

**Tabla 8. Acciones de Equity Bank (Kenya) al momento de su inclusión inicial en los listados de bolsa y con posterioridad a la IPO**

Tipo de oferta	Primaria y secundaria
Bolsa de valores	Nairobi
Precio de introducción por acción	US\$ 1,0
Precio de apertura por acción (agosto de 2006 – al momento de la venta)	US\$ 2,5
Precio más reciente por acción (marzo de 2007)	US\$ 3,4
Coefficiente precio/utilidades (12 últimos meses)	15,9
Capital de mercado, a la introducción	US\$ 88 millones
Capital de mercado, a marzo de 2007	US\$ 169 millones

Fuente: Mwangi, James. “Initial Public Offer: Equity Bank’s Experience” Acta de la Segunda Conferencia Anual sobre Mercados de Capital, Nueva York, presentación del 19 de marzo de 2007, y Resumen de la Operación por parte de Credit Suisse, del 15 de junio de 2007.

El proceso explicado precedentemente muestra que hubo muchos factores que contribuyeron a hacer que la IPO de Compartamos resultara exitosa, y es evidente que los principales factores fueron la escala, la solidez y el desempeño financiero del propio Banco Compartamos. Si bien Compartamos, BRI y Equity Bank son los tres líderes de la industria, cada vez es mayor el número de instituciones microfinancieras que presentan la escala, el crecimiento y la rentabilidad necesarios para comenzar a contemplar la posibilidad de llevar a cabo una IPO. Asimismo, las instituciones microfinancieras interesadas en llevar a cabo una IPO deben invertir una considerable cantidad de tiempo y energía para elaborar prácticas de información sistemáticas y transparentes así como una gobernanza moderna de primera línea. Ahora es posible identificar 20 instituciones microfinancieras que son de propiedad de accionistas (en comparación a las instituciones microfinancieras de ONG o en cooperativa), con un total de carteras de préstamos que supera los US\$ 100 millones.<sup>25</sup> Para que una IPO sea exitosa, estas instituciones microfinancieras deben además estar ubicadas en un país que cuente con un mercado bursátil activo o tener acceso a un mercado bursátil internacional. Si bien otras instituciones microfinancieras pueden lograr acceso a bolsas públicas, cabe reconocer que las condiciones favorables del ambiente y el momento en que se llevó a cabo la oferta de Compartamos, que contribuyeron sustancialmente a los retornos logrados, pueden no darse de la misma forma positiva en otras ofertas que se realicen en el futuro. Con todo, cada nuevo ingreso de una institución microfinanciera al mercado permitirá que cada vez más inversores presten atención a las microfinanzas, así como un creciente interés en las microfinanzas como clase de activos emergentes. Podemos esperar que se registre más interés entre los inversores en la gama de vehículos que ponen deuda y capital en manos de instituciones microfinancieras, incluyendo IPO.

### ***B. Tasas de interés, creación de valor y éxito de la IPO***

El extraordinario éxito de la IPO de Compartamos ha provocado debates y reflexiones acerca del modelo comercial de las microfinanzas. Algunos observadores, entre los que se encuentra ACCION, consideran que la IPO es la culminación de un largo proceso de preparación de las microfinanzas para su desplazamiento hacia el sector financiero tradicional. En el otro extremo, algunos observadores consideran que las IPO son inquietantes, porque les permite a los inversores cosechar extraordinarios retornos que solo son posibles por la aplicación de elevadas tasas de interés. Este documento ofrece algunos comentarios sobre los aspectos más amplios que se han planteado en primer lugar sobre la tasa de interés y, en segundo lugar, sobre las implicancias de la IPO para el modelo comercial de las microfinanzas. No ofrecemos aquí un análisis detallado de la tasa de interés. Los lectores que lo deseen deben consultar el Focus Note del CGAP preparado por Richard Rosenberg, donde encontrarán información detallada sobre diferentes alternativas para fijar los precios.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Elisabeth Rhyne y Brian Busch, “The Growth of Commercial Microfinance: 2004-2006,” Consejo de Fondos de Acciones de Instituciones Microfinancieras, septiembre de 2006.

<sup>26</sup> Richard Rosenberg, “CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A Case Study on Microfinance Interest Rates and Profits.” Focus Note N° 42 (borrador). Washington D.C.: CGAP, junio de 2007.

Las siguientes observaciones pueden ayudar a determinar el marco de las discusiones sobre la política aplicada por Compartamos en términos de tasas de interés hasta la fecha:

- *Tasa de los competidores.* En el mercado mexicano en el que opera Compartamos, las tasas de Compartamos se encuentran claramente dentro del entorno usado por el mercado para las microfinanzas. Así, por ejemplo, hay tres instituciones microfinancieras – FINCOMUN, FINCA y FINSOL – que cobran tasas de interés que varían entre un 81 por ciento y un 103 por ciento, en comparación al 82 por ciento de Compartamos. Compartamos es más rentable que las demás entidades debido a que su operativa es más eficaz. Se debe plantear que las tasas de interés de Compartamos comenzarán a caer a medida que aumente la competencia (especialmente porque ahora tiene una muy amplia variedad de opciones financieras) y logre financiación por medio de depósitos.
- *Respuesta de los clientes.* Los clientes de Compartamos han estado dispuestos a pagar las tasas cobradas, como lo demuestra el bajo nivel de morosidad, la persistente demanda elevada y el hecho de que las tasas de interés no han sido mencionadas como problema de importancia en la información que ofrecen los clientes. Por otra parte, los clientes no han tenido muchas fuentes alternativas de financiación formal.
- *A qué se le llama “elevado”.* Según el análisis de Rosenberg, Compartamos podría haber reducido su tasa de interés a un entorno del 65 al 70 por ciento y a la vez mantener un nivel de rentabilidad similar a los demás bancos (por ejemplo, un retorno sobre el capital de un 15 por ciento). Los costos que enfrenta Compartamos, que se describen en detalle en el documento del CGAP, significan que las tasas no se podrían haber reducido mucho más sin sacrificar la capacidad de atraer capital de riesgo en el futuro, ni siguiera a partir de fuentes sensibles a los problemas sociales. Esta observación reviste importancia, porque nos permite cuantificar qué podría significar “muy elevado”.
- *Uso de las utilidades para el crecimiento.* Compartamos mantuvo la vasta mayoría de las utilidades generadas por las tasas de interés elevadas en calidad de utilidades no distribuidas y las usó para financiar una rápida expansión.<sup>27</sup> Las utilidades no distribuidas fueron rápidamente otorgadas en préstamo a nuevos clientes. Compartamos usó esta estrategia para llegar a más de 550.000 nuevos clientes netos a partir del año 2000.
- *Uso de las utilidades para la construcción de solidez financiera.* Las altas utilidades le han dado a Compartamos una amplia gama de opciones para crecer y expandir su gama de servicios, como planea hacerlo ahora. La fuerte base de capital de Compartamos, construida a partir de las utilidades no distribuidas, así como su rentabilidad, fueron sin duda factores de importancia en la decisión del gobierno mexicano de autorizar la habilitación para que la institución operara como banco.

Estos factores también le permiten a Compartamos ganar un favorable acceso a los mercados de capital para tomar fondos en préstamo y obtener capital adicional.

En resumen, Compartamos podría haber reducido en cierta medida las tasas de interés, pero prefirió usar las utilidades para lograr un alcance sin precedentes y prepararse para lograr un alcance aún mayor en el futuro.

El interrogante fundamental consiste en determinar si esta estrategia opera en pro de los mejores intereses de los clientes. Una forma de examinar este problema es preguntarse si Compartamos hubiera podido lograr su alcance actual y su posición para el futuro de cualquier otra forma. En vez de la situación actual, en que los clientes financian el crecimiento por medio de la reinversión de las utilidades, quizás Compartamos hubiera podido entregarle más a los inversores (tomando más fondos en préstamo o captando más capital). El Consejo de Administración y la dirección de Compartamos han sostenido que la estrategia para las utilidades no distribuidas era la mejor opción en su momento. En tanto Compartamos no hubiera construido credibilidad en los mercados de capital, no podría haber tenido ninguna otra estrategia. Sin las utilidades no distribuidas, el crecimiento se hubiera retrasado. En su papel de integrante del Consejo de Administración,

<sup>27</sup> Durante los últimos años, Compartamos pagó parte de las utilidades en calidad de dividendos.

ACCION ha apoyado a Compartamos en la puesta en práctica de esta estrategia de crecimiento.<sup>28</sup> Rosenberg, que ha sido asesor informal de la administración de Compartamos durante muchos años, sostiene que este argumento se ha debilitado gradualmente desde el año 2000, pues Compartamos ha logrado un acceso cada vez más completo a los mercados de capital. Las opiniones del autor han sido debidamente formuladas y merecen toda la consideración de los accionistas y la administración de Compartamos.

Un problema más filosófico radica en determinar si la política de fijación de precios de Compartamos se ajusta a los principios de una fijación de precios justa. La fijación de precios justos es un punto esencial para la política destinada a favorecer al consumidor y un valor que se encuentra estrechamente vinculado a la industria microfinanciera. Este aspecto es considerado como un elemento diferenciador clave que separa las microfinanzas de las prácticas depredadoras. Pero la definición de la fijación de un precio justo nunca ha sido debatida en profundidad. Quienes se oponen a la comercialización de las microfinanzas podrían sugerir que solamente es justa una fijación de precios que sea igual a la recuperación de costos. Quienes apoyan la comercialización, reconocen que las utilidades son una parte necesaria de la ecuación, pero es posible que no lleguen al acuerdo de que el crecimiento de la financiación sea un fundamento aceptable para el mantenimiento de elevadas utilidades. Una lección muy clara que surge de la experiencia de Compartamos es que existe la urgente necesidad de debates más profundos y del logro de un consenso entre los operadores de la industria acerca del tema de la fijación de un precio justo como piedra angular para las finanzas favorables al consumidor.

La IPO ha logrado que se centrara la atención en aspectos vinculados a la política de Compartamos en materia de tasas de interés y su estrategia de crecimiento, pero no ha cambiado los aspectos básicos. Sin embargo, las controversias sobre la fijación de precios han desviado la atención de la IPO propiamente dicha y su significación. Es a esos aspectos a los que nos referiremos ahora en este trabajo.

Nosotros sostenemos que la IPO fue buena para todas las partes interesadas en Compartamos: los clientes, la institución, los accionistas y la industria microfinanciera. Veamos un resumen de Compartamos y sus partes interesadas con posterioridad a la IPO:

- Banco Compartamos tiene ahora presencia y reconocimiento en los círculos financieros principales de todo el mundo. Sin dudas utilizará tal situación para acceder a capital comercial de diversas fuentes a efectos de mantener su crecimiento. Se ha ampliado la gama de posibles iniciativas que puede emprender Compartamos. El Banco ya está contemplando diversas posibilidades, todas ellas acordes a su misión social.
- Los accionistas institucionales que vendieron sus acciones cuentan con recursos que pueden aplicar a otras actividades. En el caso de los accionistas sin fines de lucro -ACCION y la ONG Compartamos-, los nuevos recursos financieros abren nuevas posibilidades para lograr su misión.
- Los inversores individuales que capitalizaron a la Financiera Compartamos en una primera instancia, incluyendo a los fundadores originales que fueron parte de Compartamos desde sus orígenes, han cosechado beneficios financieros muy superiores a los niveles que esperaban en el momento en que realizaron sus inversiones (que a la fecha se consideraban riesgosas). Este resultado plantea el tema de la compensación de los fundadores y la administración por su papel en la construcción de instituciones microfinancieras exitosas, especialmente cuando las entidades sin fines de lucro se transforman en entidades que procuran obtener utilidades. Por mucho tiempo se ha olvidado la necesidad de realizar debates sobre este tema. El Consejo de Fondos de Acciones de Instituciones Microfinancieras y la Red de Microfinanzas, bajo el liderazgo especial

---

<sup>28</sup> En las discusiones sobre la fijación de políticas, el Consejo de Administración de Compartamos ha considerado en muchas ocasiones la política sobre las tasas de interés, la estrategia de crecimiento y las posibles interrelaciones y compensaciones entre ambas. ACCION, que es un accionista minoritario, ha expresado a través de sus representantes en el Consejo de Administración su opinión sobre estos temas, como lo han hecho todos los demás accionistas representados en el Consejo de Administración. Las opiniones formuladas por los representantes de ACCION y los demás integrantes del Consejo de Administración en sus discusiones internas no son, sin embargo, objeto de un comentario al público.



de Alex Silva, antiguo director de fondos de Profund, han comenzado a examinar este tema de importancia.

- Los operadores de los mercados de capital tradicionales que participaron como inversores y bancos de inversión han respondido con entusiasmo y han abierto aún más las puertas de los mercados de capital a las microfinanzas. “La IPO demostró que los mercados de capital que operan con los pobres pueden ser rentables, lo que abre la vía para que importantes volúmenes de capital se desplacen hacia la lucha contra la pobreza”, según palabras de Álvaro Rodríguez, Presidente del Consejo de Administración de ACCION y representante de ACCION en el Consejo de Administración de Compartamos.
- La IPO demostró que los mercados de capital que operan con los pobres pueden ser rentables, lo que abre la vía para que importantes volúmenes de capital se desplacen hacia la lucha contra la pobreza.*  
- Álvaro Rodríguez,  
representante de ACCION en el Consejo de Administración de Compartamos.
- Los nuevos inversores tienen ahora una inversión que, en su opinión, mantendrá su valor en el futuro, sobre la base de su trayectoria del pasado, perspectivas de crecimiento futuro y, según quienes participaron en el proceso, la creencia de que Compartamos ofrece un servicio beneficioso para la sociedad. Es importante recordar que la prima pagada por las acciones de Compartamos provenía de los nuevos inversores, quienes evaluaron a Compartamos y estaban dispuestos a pagar un precio significativo a efectos de convertirse en propietarios de la institución. Estos accionistas tendrán interés en mantener un nivel elevado de utilidades totales, lo que puede lograrse mediante fijación de precios, crecimiento, diversificación de los servicios, apalancamiento o una combinación de estas posibilidades.
  - La gobernanza de Compartamos ha sufrido muy pocos cambios, a pesar de la sustancial modificación de la propiedad. Compartamos todavía es gestionada por inversores sociales para quienes la misión social de la organización sigue siendo su característica esencial.
  - Los clientes actuales y futuros de Compartamos continúan teniendo acceso a una institución que los trata con respeto, les ofrece préstamos de capital de trabajo y seguro de vida, y les brinda la seguridad de que podrán contar con el Banco en el futuro y de que el Banco trabaja para ampliar la gama de productos que les ofrece. Dentro de este contexto, los precios que pagan por estos servicios pueden ser elevados, pero el precio es solamente una dimensión del valor que logran de su relación con Compartamos. El acceso es la variable más importante.
  - Se prevé que el número de clientes que atiende la institución llegará a un millón en el año 2008 y continuará creciendo a partir de entonces.

Lo llamativo de esta lista es la gran alineación de intereses entre las partes interesadas. Esta alineación no es perfecta y es probable que las tasas de interés sean la dimensión más importante en la que se genera una compensación directa. Sin embargo, si se observa el panorama general de los intereses de los grupos interesados resulta evidente que los clientes y los grupos interesados valoran muchas de las mismas cosas que ofrece Compartamos. En sus operaciones cotidianas, Compartamos crea valor para los accionistas primordialmente mediante la oferta de valor a sus clientes. La ecuación de valor para los clientes existentes implica productos que satisfacen sus necesidades, conveniencia, calidad de servicios, trato respetuoso, acceso y confiabilidad, además del precio. El valor de los clientes se multiplica por el número de clientes: cuantos más clientes haya, más valor tendrán los clientes y mayor será el valor para los accionistas.

Más aún, y esto nos acerca aún más a la IPO, como la gran mayoría de las utilidades no se ha distribuido, las utilidades han permanecido al servicio de los clientes. Esto de hecho crea un doble renglón de resultados netos y es parte del atractivo del modelo comercial. Los clientes tienen interés en un Compartamos que sea rentable en el largo plazo, porque las utilidades sirven de sostén a la disponibilidad continuada del Banco y a la futura innovación de sus productos y servicios. Las utilidades que se conservan en la compañía benefician tanto a los clientes como a los accionistas. La IPO no generó ninguna distorsión en esta creación de valor de doble faz. Los antiguos accionistas extrajeron sus utilidades sin dañar a la compañía (ni a los intereses de los clientes) y encontraron que había otros accionistas que estaban más que dispuestos a ocupar su lugar. Este

proceso es lo que la industria microfinanciera ha propulsado implícitamente desde el momento en que comenzó a operar por primera vez conforme al modelo comercial.

La IPO de Banco Compartamos es una poderosa convalidación del modelo comercial de las microfinanzas, que coincide con el enfoque que ACCION adopta en el sector. Para quienes están a favor del enfoque comercial de las microfinanzas, constituye un dogma la creencia de que es posible que las organizaciones procuren alcanzar metas tanto financieras como sociales. Compartamos se destaca por ser una institución que produce un extraordinario valor tanto para sus accionistas como para sus clientes, precisamente debido a que ha seguido un modelo totalmente comercial con un doble renglón de resultados netos.

## Referencias

Banco Compartamos. Memoria Anual 2006 de Compartamos, 30 de mayo de 2007 (<http://www.compartamos.com>).

Bank Rakyat Indonesia: “Micro Banking: The Impact of Information Technology. The Experience of BRI,” junio de 2007.

Bolsa Mexicana de Valores: [www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx).

Burnhill, Lauren: “Information on Compartamos IPO”, memorando no publicado presentado a la Dirección, ACCION International, 4 de mayo de 2007.

Campos Spoor, Manuel. (15 de marzo de 2006), “The Expansion and Future of SOFOLs in Mexico,” presentación ante los Sistemas de Financiación de Viviendas en Economías Emergentes, Conferencia del Grupo del Banco Mundial, Sesión 3, Washington, D.C.

Credit Suisse, “Banco Compartamos Transaction Summary”, Presentación, 15 de junio de 2007.

Credit Suisse. BANCO COMPARTAMOS S.A., INSTITUCIÓN DE BANCA MÚLTIPLE (COMPART). Oferta Pública Secundaria de Acciones. (Circular de Oferta) 23 de abril de 2007. Versión definitiva.

Gente Nueva. 8 de junio de 2007 (<http://www.gentenueva.org>).

Gutiérrez, Juan José. “Compartamos IPO Presentation”, presentación ante la Reunión de Directores de la Red ACCION en Grenada, Nicaragua, mayo de 2007.

Jakarta Stock Exchange: 6 de junio de 2007 (<http://www.jsx.co.id>).

López, Cesar, “Microfinance Approaches the Bond Market: The Cases of Mibanco and Compartamos,” *Small Enterprise Development*, Tomo 16 N° 1. ITDG Publishing: Rugby, Reino Unido. Marzo de 2005.

Malombe, Joyce. “Community and Development Foundations: Emerging Partnerships,” Washington D.C.: Banco Mundial, 2000.

Mwangi, James. “Initial Public Offer: Equity Bank’s Experience” Acta de la Segunda Conferencia Anual sobre los Mercados de Capital, Nueva York, presentación del 19 de marzo de 2007.

MicroCapital Monitor: Mayo de 2007.

Microfinance Information eXchange, perfil de Compartamos. [www.mixmarket.org](http://www.mixmarket.org). Mayo de 2007.

Randewich, Noel. “Mexican microlending bank surges in market debut.” *Reuters*. 20 de abril de 2007.

Rhyne, Elisabeth y Brian Busch, “The Growth of Commercial Microfinance: 2004-2006,” Consejo de Fondos de Acciones de Instituciones Microfinancieras, septiembre de 2006.

Richard Rosenberg, “CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A Case Study on Microfinance Interest Rates and Profits”, Washington D.C.: CGAP, junio de 2007.

Este *InSight* fue escrito por Elisabeth Rhyne y Andres Guimon. Los autores desean agradecer a Banco Compartamos y a Credit Suisse por su apoyo en la elaboraci3n de este documento.

La serie *InSight* de ACCION International est1 dise1ada para compartir los resultados de nuestro trabajo con la comunidad de microfinanzas tan r1pida y eficientemente como sea posible. La serie destaca aplicaciones pr1cticas, puntos de vista de pol1ticas e investigaci3n continuada de ACCION. Para descargar otras ediciones de *InSight* sin costo, lo invitamos a visitar [www.accion.org/insight](http://www.accion.org/insight)

Otros t1tulos en la serie *InSight* de ACCI3N incluyen:

*InSight* 1: Marco de ACCI3N para la Evaluaci3n de la Pobreza

*InSight* 2: Perfil Econ3mico para 15 MicroKing Clientes en Zimbabwe

*InSight* 3: Como hacer que las microfinanzas sean transparentes: Art1culo de Pol1ticas de ACCI3N sobre la Transparencia.

*InSight* 4: Construyendo Vivienda para los Pobres – Un Ladrillo a la Vez Cr3dito para el Mejoramiento de Vivienda en Mibanco

*InSight* 5: Hallazgos del An1lisis de Pobreza: Mibanco, Per1

*InSight* 6: El Modelo de Compa1a de Servicio: Una Nueva Estrategia para los Bancos Comerciales en Microfinanzas

*InSight* 7: Inteligencia del Mercado: C3mo lograr que la Investigaci3n del Mercado Funcione para las Microfinanzas

*InSight* 8: ACCI3N Hallazgos del An1lisis de la Pobreza: SOGESOL, Hait1

*InSight* 9: El Sistema PortaCredit de ACCI3N: Tecnolog1a para aumentar la eficiencia de las instituciones microfinanzas

*InSight* 10: Impulsando el Impacto de las Remesas a trav3s de Productos Microfinancieros: Perspectivas de Investigaci3n de Mercado

*InSight* 11: Experiencias de ACCI3N en las Finanzas Rurales en Am3rica Latina y 1frica

*InSight* 12: El Desarrollo de Productos de Microfinanzas de Vivienda en Centroam3rica

*InSight* 13: ACCI3N Hallazgos del An1lisis de la Pobreza: BancoSol, Bolivia

*InSight* 14: Capacitaci3n en Habilidades Practicas para Microempresarios: Las Experiencias de ACCI3N con el Programa “Di1logo de Gestiones”

*InSight* 15: Tendiendo un puente sobre el vac1o financiero: La experiencia de ACCI3N con fondos de garant1a para instituciones microfinancieras

*InSight* 16: Instituciones Microfinancieras y Riesgo Cambiario: La Experiencia de los Afiliados Latinoamericanos de ACCION

*InSight* 17: ACCION Hallazgos del An1lisis de la Pobreza: Apoyo Integral, El Salvador

*InSight* 18: 1Quien Comprara Nuestro Papel: Microfinanzas Rompiendo los Mercados de Capital?

*InSight* 19: Ofreciendo cr3dito a peque1os productores agr1colas de cultivo 1nico: el caso de Financiera El Comercio

*InSight* 20: Capacitaci3n Financieramente Viable para Microempresarios: El Modelo de Negocios de ACCION –Di1logo de Gestiones

*InSight* 21: Dimensionando las Microfinanzas para Vivienda: Un estudio entre los Afiliados de ACCION en Latinoam3rica

*InSight* 22: Microfinanzas Penetrando los Mercados de Capital II