



# Informe sobre la financiación basada en los Mercados para Pequeñas y Medianas Empresas e infraestructuras. Noviembre 2014.

IOSCO ha publicado, el 29 de septiembre de 2014, un informe en el que describe una serie de soluciones recientes basadas en el mercado de capitales para la financiación a largo plazo de las Pequeñas y Medianas Empresas (en adelante PYMES) y las infraestructuras, que ha sido preparado con el objeto de presentarlo ante los Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales del G-20. La menor capacidad del sector bancario de concesión de financiación a largo plazo o *long term financing* (LTF) desde la crisis financiera global y la limitación de la financiación pública han producido un cambio gradual hacia un modelo que incluye una mayor parte de financiación basada en el mercado de capitales.

El Consejo de IOSCO encomendó la preparación de este informe al grupo de trabajo temporal sobre financiación a largo plazo o *Long Term Financial Task Force* (LTFTF) constituido en noviembre del 2013 y del que España (CNMV) forma parte. El LTFTF revisó numerosos proyectos de financiación tanto en mercados de capitales emergentes como desarrollados y seleccionó para el informe 20 ejemplos de financiación de PYMES e infraestructuras a largo plazo por su carácter innovador, tamaño, impacto en el acceso a la LTF, posibilidad de ser reproducidos y diversidad geográfica.

El informe se divide en soluciones de LTF para PyMES, por un lado, y para infraestructuras, por otro. Las PYMES tienen un importante papel económico (sostenibilidad del empleo y contribución al producto interno bruto) pero también un riesgo relativamente más alto por su tamaño limitado y la heterogeneidad de los inversores. Los proyectos de infraestructuras tampoco pueden ser actualmente acometidos únicamente con financiación pública y el déficit de financiación de infraestructuras cada vez mayor es una de las principales preocupaciones a nivel mundial por el consiguiente perjuicio de la actividad económica, por lo que el capital privado debería canalizarse en apoyo de proyectos de infraestructura a través de los mercados de capitales. El informe clasifica las **soluciones de financiación para PYMES e infraestructuras** dentro de **cuatro segmentos de mercado: mercados de acciones, mercados de deuda, titulización y vehículos de inversión colectiva**, y finaliza con una serie de **conclusiones comunes y específicas** derivadas de las soluciones de financiación descritas.

## A) Soluciones de financiación para PYMES

**.- Mercados de acciones:** se describen tres soluciones que contemplan mercados segmentados o en varios niveles (*multi-tiered markets*) diseñados para hacer frente a la captación de capitales necesidades de las PYME de diferentes tamaños y en diferentes etapas de desarrollo.

- NEEQ-China: La última incorporación a este tipo de mercado es el *National Equities Exchange Quotations* (NEEQ) en China que permite la flexibilidad necesaria para que las PYMES negocien en un mercado organizado. A 30 de junio de 2014, 881 negociaban en NEEQ con una capitalización de 30.6 billones de dólares.
- TMX-Canada: La empresa *TMX Group Limited* gestiona la Bolsa de Valores de Toronto (TSX) donde negocian los emisores grandes y medianos y *TSX Venture Exchange* (*Venture*) que es el mercado de renta variable de las PYMES. El sistema permite pasar del mercado *Venture* al TSX de forma simplificada. Al 30 de junio de 2014, hay 2.042 empresas que cotizan en *Venture* con una capitalización de mercado de 32.9 billones de dólares. Al 31 de diciembre de 2013, 339 emisores de cotización en TSX procedían de *Venture*.
- El programa de *Capital Pool Company* (*CPC Program*)-Canada: consiste en una oferta pública inicial (IPO) y la admisión a negociación en *Venture* de una nueva sociedad que sólo tiene efectivo y no ha

comenzado sus operaciones comerciales. Los fondos procedentes de la oferta se destinan a adquirir activos que, una vez adquiridos, permiten al emisor la admisión a negociación ordinaria en Venture. Más de 2.400 entidades han utilizado el programa CPC y el 84% han completado ya sus adquisiciones. 663 empresas que cotizan en Venture y 90 empresas en TSX comenzaron con este programa.

- **Mercado de deuda:** El informe recoge dos ejemplos.

- **Microcrédito Alibaba-China:** Alibaba proporciona micro-préstamos sin garantías a las PYMES que utilicen para la venta de sus productos/servicios sus plataformas de comercio en internet así como sus sistemas de pago. Los saldos vivos se agrupan para realizar una emisión préstamos titulizados que se negocian en la Bolsa de Valores de Shenzhen. Hasta junio de 2014, Alibaba proporcionó préstamos a más de 800.000 clientes con un valor nominal acumulado de más de 32.2 billones de dólares.
- **Préstamos Quadrivio- Europa:** es una iniciativa puesta en marcha por el Banco Europeo de Inversiones (BEI) en asociación con el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) para apoyar la financiación de las PYMES que consiste en la titulización de los préstamos a PYMES de forma que se transfiere de riesgo desde la entidad originadora (banco) al mercado de capitales. El importe titulado ascendía a 390 millones de euros (541 millones de dólares) en Junio del 2014.

- **Titulización:** se describen cuatro soluciones de financiación. La entidad originadora puede adelantar el cobro de los créditos no vencidos al agrupar en una emisión los distintos créditos que tienen frente a las PYMES y cederlos a cambio de un canon a un tercero quien coloca la emisión de créditos titulizados de distintas clases en el mercado de capitales. El originador no tiene obligación de provisionar por los créditos que cede con lo que aumenta su capacidad de financiación.

- **Cuotas de *leasing* Mittelstand- Alemania:** consiste en la titulización de las cuotas vivas por cobrar de contratos de arrendamiento financiero de bienes de equipo entre PYMES y la empresa de arrendamiento financiero, *IKB Leasing GmbH* (IKBL). La emisión total de los activos titulizados es de 227.3 millones de euros divididos en tres clases: clase A (196 millones), Clase B (13 millones), y Clase C (18.3 millones), habiendo el BEI invertido en la clase A por valor de 97 millones de euros (129 millones de dólares).
- **Saldo vivos de préstamos (*Trade Receivables*) Trafigura-Europa:** consiste en la titulización de saldos vivos a cobrar por Trafigura a las PYMES que han solicitado préstamos para la compra de materias primas claves en su proceso de producción. Actualmente el programa de titulización de Trafigura -el más grande de Europa- está financiando hasta 3 billones de dólares.
- **Ingresos procedentes del contrato de franquicia Domino´s- EEUU:** consiste en la titulización de los ingresos que percibe el franquiciador derivados del contrato de franchising y su cesión a una entidad separada (*Domino´s Pizza Master Issuer*) quien realiza la colocación. Aproximadamente el 96% de las tiendas de Domino´s son franquicias y la mayoría de los franquiciados son PYMES. En 2012, *Domino´s Pizza Master Issuer* realizó una colocación privada por importe de 1.675 billones de dólares.
- **Préstamo Auto: Hyundai-Corea:** consiste en la titulización de préstamos para adquirir automóviles que conceden empresas especializadas como *Hyundai Capital Services* (HCS). El porcentaje que corresponde a créditos a PYMES es de un 10% en transacciones internacionales y del 70% para las domésticas. Esta clase de emisiones goza de buena aceptación entre los inversores institucionales internacionales y, con los años, alrededor del 15% al 20% de las necesidades de financiación de HCS se cubren en este mercado.)

- **Vehículos de inversión colectiva:** hay un único ejemplo de solución de financiación en esta categoría.

- **Vehículo de inversión colectiva BDC-EEUU:** Las *Business Development Companies* (BDC) son fondos de inversión cerrados cuyas acciones cotizan en las bolsas de EEUU que invierten principalmente en PYMES y prestan asistencia administrativa a las PYMES y a otras empresas con problemas financieros. Las BDC tienen aproximadamente 70 billones de dólares en activos bajo administración al 30 de junio de 2014.

## B) Soluciones de financiación para infraestructuras.

.- **Mercados de acciones:** se describen 2 soluciones de financiación.

- *Asset Spin-off YieldCo*-EEUU y Canadá: Se denomina *YieldCo* a la acción de la sociedad resultante de la escisión de una empresa productora de energía a la que se adjudican los activos de generación de energía que tienen flujos de caja más estables consecuencia de acuerdos de compra de energía a largo plazo y costes menos cíclicos. Los *YieldCos* se han convertido en un activo emergente en América del Norte y su relativa estabilidad y dividendo creciente los hacen atractivos para los inversores.
- Ofertas públicas IPC-Malasia: La *Infrastructure Project Corporation* (IPC) realiza ofertas públicas de sus acciones sobre la base de la concesión pública obtenida para llevar a cabo una infraestructura que está garantizada por una empresa de proyectos de infraestructura en lugar de considerar únicamente parámetros de rentabilidad empresarial. Durante la crisis financiera de Asia en 1997, la IPC consiguió financiación por 1.47 billones de dólares.)

.- **Mercado de deuda:** El informe contempla cuatro ejemplos de financiación.

- Bonos Municipales Estado de Lagos-Nigeria: se estableció el marco legal necesario para impulsar el interés y la confianza de los inversores en la adquisición de estos bonos municipales incluyendo la creación de un fondo de amortización de la emisión para aumentar la seguridad del cobro de los tenedores de bonos. El Estado de Lagos puso en marcha un programa de bonos por importe de 2.32 billones de dólares en 2008, con dos series de emisión para financiar diversos proyectos críticos de infraestructura.
- *Sukuk*-países islámicos: se denomina *Sukuk* a los bonos islámicos, pero se trata esencialmente de una inversión en la cual el inversor posee una participación pro indivisa en un activo subyacente proporcional a la inversión y gana un retorno de ese activo, de forma que el elemento de interés que no es permisible bajo la sharia no existe. *TNB Western Energy Berhad* realizó una emisión de *Sukuk* por valor de 1.09 billones de dólares para financiar la construcción de una planta de energía en Malasia.
- *Project Bond Initiative* (PBI)-Unión Europea: es una iniciativa de la Unión Europea que consiste en la emisión de bonos de alta calidad crediticia atractivos para los inversores institucionales que permiten la financiación de infraestructuras a menor coste. Para 2020, el BEI espera que el PBI coloque bonos por importe de hasta 4.6 billones de euros (6,3 billones de dólares).
- Bonos de sectores específicos: bonos verdes (*green bonds*)-ámbito mundial: se caracterizan porque el capital en ellos invertido se destina a un proyecto o proyectos con beneficios ambientales específicos. Las emisiones las han realizado organizaciones supranacionales como el Banco Mundial pero, en los últimos años el sector privado ha comenzado a emitir bonos verdes en volúmenes considerables. La Iniciativa de Bonos del Clima (*Climate Bond Initiative*), una organización sin fines de lucro con sede en Londres, estima que el mercado global de bonos verdes llegará a 40 billones de dólares en 2014 y alcanzará los 100 billones de dólares en 2015.)

.- **Titulización:** el informe contiene un único ejemplo en este apartado.

- Viviendas para rentas bajas Infonavit y Fovissste-Méjico: consiste en la titulización de la cartera de préstamos hipotecarios de Infonavit y Fovissste que se coloca a través de contribuciones obligatorias del 5% de la nómina de los empleados de los sectores públicos y privado. Esta estructura facilita la concesión de hipotecas a prestatarios de bajos y medianos ingresos y permite la mejora de las infraestructuras en viviendas.

.- **Vehículos de inversión colectiva:** se describen tres fondos que invierten en infraestructura.

- *ASEAN Infrastructure Fund* AIF-Sudeste asiático: es una innovadora iniciativa de cooperación e integración regional promovida por la *Association of Southeast Asian Nations* (ASEAN) y creada para satisfacer las grandes necesidades de financiación de las infraestructuras de la región. Se espera que, con la participación del Banco Asiático de Desarrollo o *Asian Development Bank* (ADB), obtenga financiación a largo plazo por valor superior a 13 billones de dólares para el año 2020.

- *Emerging Africa Infrastructure Fund* EAIF-África subsahariana: El EAIF tiene como objetivo la financiación de infraestructuras y otros proyectos que promueven el crecimiento económico y la reducción de la pobreza. El EAIF tiene capacidad para hacer inversiones en infraestructuras en el largo plazo (15 años) y ha crecido hasta convertirse en un fondo de 587.02 millones de dólares en 2014.
- *Fund of Pension Funds* IFM-Australia: IFM es un gestor perteneciente a los 30 mayores fondos de pensiones y es uno de los mayores inversores en infraestructura en el mundo con una inversión global de 17.9 billones de dólares.

### C) Conclusiones

La brecha entre la oferta y la demanda de LTF para PYMES y para infraestructuras se puede constatar en los mercados desarrollados y emergentes de todo el mundo. Para que la economía real sea menos dependiente de la financiación bancaria tradicional, es necesario desarrollar fuentes estables de financiación basadas en los mercados. La titulización es el segmento que ha experimentado un retroceso más significativo después de la crisis financiera global y su reactivación exige una regulación y supervisión adecuadas y una estructura transparente basada en paquetes de activos bien identificados con rendimiento predecibles y en la transparencia.

- El listado no exhaustivo de **conclusiones comunes** sobre la financiación de PYMES e infraestructuras es:

El marco regulatorio afecta directamente a la capacidad de las PYMES y de las empresas de proyectos de infraestructuras de acceder al mercado de capitales, por lo que se pone de manifiesto la **necesidad de introducir cambios regulatorios**. En cuanto a las PYMES, las tendencias recientes han indicado que las PYMES no han accedido a los mercados de capitales, por lo que son necesarios cambios regulatorios que promuevan este acceso, como incluir mercados de varios niveles o segmentos (como NEEQ-China y los mercados TMX de Canadá) o aumentar la protección del inversor a través de una mejora de la información pública de PYMES y del establecimiento de requerimientos de idoneidad para los inversores. En cuanto a las empresas de infraestructuras, se flexibilizan los requisitos (a medida) de salida a bolsa para favorecer la inversión. Se destacan algunos incentivos para participar en la financiación de PYMES e infraestructuras, por ejemplo: i) la no obligación de provisionar capital por parte de los bancos en la titulización cuando ceden préstamos a un tercero como ocurre en el caso de Quadrivio; y ii) la consideración de algunos activos como líquidos, como el caso de los bonos del Estado de Lagos, permite su cómputo en los ratios de liquidez y aumenta la participación institucional.

Las soluciones del informe contemplan una **mejora en las condiciones de financiación** que se produce por una serie de causas: i) prestan atención a las necesidades de los inversores, por ejemplo, YieldCos, BDC e IPC atienden a los inversores que buscan dividendos creciente, sukuk y bonos verdes atienden necesidades muy específicas de inversores normalmente institucionales, e IFM permite a los fondos de pensiones invertir en activos que generen un ingreso estable durante un largo período; ii) acceso a una base de inversores más amplia, Hyundai, Trafigura y Mittelstand han ampliado su base de inversores mediante la titulización de activos subyacentes, y los mercados de capitales (NEEQ-China, TMX-Canadá, IPC, BDC y el Programa CPC) permite la inversión de un mayor rango de inversores incluidos minoristas; iii) la obtención nuevos inversores/intermediarios (AIF, EAIF, IFM, Infonavit y Fovissste); y vi) el desarrollo/creación de nuevos mercados, como el mercado de bonos municipales del Estado de Lagos o los mercados de titulización de Quadrivio y Alibaba.

El **papel de los gobiernos y los bancos de desarrollo**. En relación con las PYMES, los gobiernos pueden ayudar a catalizar los mercados de valor de SMEs y fomentar la participación de inversores institucionales, y los bancos de desarrollo pueden participar en mayor medida en el mercado de titulización mejorando la percepción del mercado y atrayendo nuevos inversores, como en el caso de Quadrivio. En cuanto a las infraestructuras, es necesaria su intervención para cofinanciar y estimular la iniciativa privada. La cofinanciación pública/privada con una gestión privada es la solución adoptada en los casos de AIF, EAIF, PBI y los bonos del estado de Lagos. Aunque la mayoría de los casos expuestos son de ámbito nacional, algunas iniciativas han alcanzado carácter regional como la AIF y la EAIF. En la Unión Europea, los Reglamentos sobre los fondos de emprendimiento social europeos (EuSEF) y sobre los fondos de capital riesgo europeos (EuVECA), junto con el futuro Reglamento sobre fondos de inversión a largo plazo (ELTIF), tienen como objetivo la promoción de inversiones a largo plazo en la economía.

La transparencia de la información pública y la confianza en los socios con conocimientos y e información son elementos fundamentales para confrontar los problemas que surgen al contratar con terceros **acuerdos sobre prestación de servicios (deal sourcing) y diligencia debida (due diligence)**. Por ejemplo, NEEQ-China, TMX Canadá, IPC y YieldCos requieren que exista información pública estandarizada, Alibaba utiliza datos de sus

plataformas de venta para evaluar a los potenciales prestatarios, el programa CPC requiere la participación de personas con experiencia acreditada, y las decisiones de inversión de las BDC se basan, al menos en parte, en los conocimientos de los socios que tienen relación e información de los prestatarios.

- Las **conclusiones específicas de la financiación de PYMES** son las 2 siguientes:

La agrupación y titulización de micro-préstamos permite realizar **economías de escala**. Alibaba agrupa y tituliza sus créditos a PYMES lo que le permite, a su vez, conceder más micro-préstamos. En el caso de Domino's, la titulización de los ingresos de las franquicias de Domino's se facilita por la estandarización de los contratos a nivel empresarial y permite al franquiciador acudir a su vez al mercado de capitales. En los casos de Hyundai, Mittelstand y Trafigura, se conceden créditos estandarizados a las PYMES y se obtienen fondos a través de la titulización de un gran número de estos créditos.

Las PYMES son generalmente percibidas como inversiones de más riesgo que empresas de mayor tamaño y sus activos pueden resultar no adecuados para su uso como garantía, por lo que son necesarios **mecanismos de gestión del riesgo**. Los ejemplos expuestos describen distintas soluciones: i) financiación basada en garantías, en Quadriovio, Hyundai, Mittelstand y Trafigura se constituyen garantías sobre activos tangibles, mientras que en Domino's las garantías a la financiación se constituyen sobre activos intangibles (ingresos por franquicia); ii) retención de la primera pérdida por parte del emisor, en todos los casos de titulización, la primera exposición al riesgo de pérdida es retenida por el emisor; iii) mejora del crédito, en el caso de Quadriovio, los tramos superiores de la titulización de préstamos a las PYMES recibieron calificaciones más altas debido a la provisión de garantías del FEI; y iv) nuevos métodos para el seguimiento y recuperación de los préstamos, por ejemplo, Alibaba tiene capacidad de supervisar y automatizar las advertencias de riesgo tempranas usando datos de sus plataformas electrónicas integradas.

- Las **conclusiones específicas de la financiación de infraestructuras** son las 4 siguientes:

La **menor disponibilidad de LTF** se debe al riesgo con el que se asocian los proyectos de infraestructura debido a su larga duración, su complejidad y los riesgos de la inversión (políticos, operativos, y de tipo de interés). No obstante estas dificultades, los ejemplos del informe sirven para concluir que: i) las ofertas públicas de acciones (YieldCos e IPC) pueden ser fuentes de financiación permanentes; ii) el bono islámico o Sukuk es una alternativa viable a otros bonos de deuda a largo plazo; iii) los vehículos de inversión colectiva con permanente aporte de capital (EAIF y AIF) pueden ser una fuente alternativa de financiación; iv) el IFM aumenta la disponibilidad de LTF con su potente inversión en infraestructuras; y v) los bonos verdes sirven para cumplir fines específicos de responsabilidad social.

La **falta de conocimiento y experiencia** son obstáculos que, dada la complejidad de la financiación de las infraestructuras, pueden disuadir a los inversores. El EAIF utiliza un gestor de fondos externo y trabaja con el banco comercial más grande de África, el AIF aprovecha la experiencia operacional y técnica de su socio el Banco Asiático de Desarrollo, y el IFM ha desarrollado con los años sus propios equipos para las inversiones en infraestructuras.

La alta percepción de riesgo en relación con los proyectos de infraestructura se puede superar a través de los **mecanismos de gestión del riesgo y de riesgo compartido con el sector privado**. YieldCos incluye sólo activos que han eliminado ciertos riesgos y se espera que generen flujos de caja más predecibles, EAIF proporciona un sistema de distribución de riesgos donde el capital público se utiliza como primera protección contra pérdidas de los inversores privados, y Sukuk garantiza el reembolso mediante las garantías de la empresa matriz. La deducción de flujo de efectivo en el origen (bonos del Estado de Lagos, infonavit y Fovissste) aumenta la certeza de los reembolsos a los inversores. Además, con el fin de atraer capital extranjero, los bonos del Estado de Lagos y EAIF tienen mecanismos de cobertura de divisas.

**El desafío de la gran escala de los proyectos de infraestructura** consiste en la gestión de las comunicaciones y las relaciones con un grupo grande y, normalmente, muy diverso de inversores. Algunos de los casos del informe ilustran las diversas formas en que el mercado se ha resuelto el problema de poner en común el capital procedente de un conjunto heterogéneo u homogéneo de inversores, por ejemplo, AIF, EAIF, IFM y bonos verdes.

Si usted quiere leer el informe de IOSCO sobre las formas de financiación basadas en el mercado para Pequeñas y Medianas Empresas, por favor, haga click aquí: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD452.pdf>