



UNIVERSIDAD  
POLITÉCNICA DE MADRID  
E.T.S. DE INGENIEROS DE  
CAMINOS, CANALES Y  
PUERTOS



**“LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS COMO  
INSTRUMENTO PARA LA  
FINANCIACIÓN DE  
INFRAESTRUCTURAS EN ESPAÑA”**

TESIS DOCTORAL

ANTONIO TENA CENTENO

Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos

MAYO 2011

DEPARTAMENTO DE INGENIERÍA CIVIL: TRANSPORTES

E.T.S. DE INGENIEROS DE CAMINOS, CANALES Y PUERTOS



**“LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS COMO INSTRUMENTO PARA  
LA FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS EN ESPAÑA”**

**TESIS DOCTORAL**

**AUTOR:**

ANTONIO TENA CENTENO, Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos

**DIRECTOR:**

JOSÉ MANUEL VASSALLO MAGRO, Doctor Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos

MADRID, MAYO 2011

Tribunal nombrado por el Mgfc. y Excmo. Sr. Rector de la Universidad Politécnica de Madrid,  
el día ..... de ..... de 20....

Presidente D. ....

Vocal D. ....

Vocal D. ....

Vocal D. ....

Suplente D. ....

Suplente D. ....

Realizado el acto de defensa y lectura de la Tesis el día ..... de ..... de  
20..... en la E.T.S. de Ingenieros de Caminos, Canales y Puertos de la U.P.M.

Calificación: .....

EL PRESIDENTE

LOS VOCALES

EL SECRETARIO



“La familia es, al mismo tiempo, una comunidad hecha posible gracias al trabajo y la primera escuela interior de trabajo para todo hombre”

Juan Pablo II, *Laborem Exercens*



## RESUMEN

La coyuntura económica actual, tanto a nivel español como internacional, obliga a las diferentes Administraciones Públicas a seguir una política de austeridad presupuestaria que deberá mantenerse al menos en el medio plazo. Uno de los principales objetivos es mantener el déficit de las cuentas públicas dentro de niveles admisibles.

Como consecuencia de la mayor escasez de recursos públicos, se produce una reducción en las partidas presupuestarias destinadas a la inversión en obra pública que continuará en los próximos ejercicios presupuestarios.

La activación de recursos procedentes de la iniciativa privada es una de las principales líneas de acción ante esta coyuntura. No obstante, la misma crisis causante de la reducción de los recursos públicos afecta igualmente al sector privado, debido a la mayor dificultad para el acceso al crédito desde la tradicional forma de la concesión de préstamos por entidades financieras. Es precisamente esta crisis crediticia la que obstaculiza la financiación de proyectos de infraestructuras por parte de la iniciativa privada.

Ante este análisis de la situación, esta Tesis Doctoral propone el empleo de un instrumento novedoso para facilitar la financiación de inversiones en obra pública por parte de la iniciativa privada. Frente a la financiación convencional a través de préstamos, se presenta la alternativa del recurso a los mercados de capital mediante la titulización de activos. Así, la emisión de títulos respaldados por los derechos de crédito generados por una determinada infraestructura permitirá abrir la base de potenciales aportadores de recursos, al acceder a los mercados de capital.

La complejidad de este tipo de técnicas financieras exige un análisis profundo de su acomodo legal en el marco español, especialmente ante la próxima entrada en vigor de la Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas. En este sentido, la Tesis Doctoral aporta una serie de recomendaciones para una implantación efectiva de este instrumento en el ámbito de la financiación de infraestructuras en España.

## ABSTRACT

The current economic environment, at both Spanish and international level, forces public authorities to set austere budget for the next coming years. One of the main targets is to control the public deficit.

As a consequence of the lower level of public resources, public works investment will be affected by budget cuts during the next years.

One of the action lines in this environment is to activate private resources. However, this same crisis affecting public resources is at the same time impacting the private sector, due to the tightening in the access to credit, especially in the standard way of loans granted by finance entities. This credit crisis is an obstacle for the infrastructure private finance.

Under these circumstances, this PhD Thesis proposes the use of an innovative instrument to allow the private initiative fund public works. In contrast with the standard source of funding via bank loans, this Thesis shows assets backed securitization as an alternative. The issuance of securities backed by infrastructure credit rights will widen the range of potential investors, through the access to the capital markets.

Due to the complexity inherent to this kind of finance structures, an in-depth legal analysis is needed to determine how this instrument fits the Spanish legal framework, especially under the next coming *Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas* (Finance Law for Public Works Concessions). This PhD Thesis provides recommendations for an effective implementation of this technique to finance infrastructures in Spain.



## AGRADECIMIENTOS

Considero que de todas las formas de agradecimiento a aquéllos a los que tanto he debido y debo a lo largo de todos estos años, esta mención perdida en una Tesis Doctoral es algo insignificante para todo lo que merecen de mí.

Escribir estas líneas apenas horas antes de la encuadernación definitiva de la obra me han permitido hacerlo conociendo ya a esa personita que ocupa desvelos y alegrías de sus orgullosos padres. A ti, a tu madre y a los que aún no se han subido al barco, va mi primer pensamiento (siempre).

Con la cita inicial con la que he querido abrir esta Tesis Doctoral quiero mostrar mi agradecimiento a mi Familia, primera escuela interior de trabajo para todo hombre. No hay otra receta que trabajo y sacrificio para alcanzar la dignidad como personas, lo aprendí viendo vuestro ejemplo, cosas que da la sangre extremeña.

Por supuesto, José Manuel Vassallo, has demostrado que el pozo de la paciencia puede ser profundo, pero saber esperar, cuando se sabe que acarrea agua, es virtud poco extendida. Gracias a ti por las oportunidades y puertas que me has permitido abrir. Y en esa línea, mi agradecimiento y admiración a Jesús Fernández Muñoz, un ingeniero bregando en las finanzas.

Dentro del ámbito de la profesión, quisiera agradecer a Francisco del Pozo Espinosa de los Monteros y Fernando Ignacio Ayres Janeiro las experiencias que han sabido transmitirme, especialmente por haberme permitido conocer de primera mano la escena internacional.

Tampoco puedo olvidar a Fernando Gutiérrez de Vera y a todo el excelente equipo del Master en Gestión de Infraestructuras, Equipamientos y Servicios, uno de los proyectos más valiosos desde el campo de la labor docente, y que he podido ver nacer y crecer estos años.

Y si nos referimos al ámbito de las finanzas estructuradas, no puedo sino rendir un homenaje al equipo de Moody's en Madrid, sois un testigo privilegiado de la evolución del mercado de la titulización en España, atesorando un conocimiento en la materia de infinito valor. No en vano habéis demostrado vuestra profesionalidad al servicio del mercado desde sus primeros pasos.

Vaya a todos vosotros mi agradecimiento, mucho más allá de estas líneas.



## INDICE

RESUMEN.....	IV
ABSTRACT .....	V
ÍNDICE DE FIGURAS .....	XII
ÍNDICE DE TABLAS .....	XIV
<b>BLOQUE I: OBJETO DE LA TESIS Y METODOLOGÍA</b>	
<b>CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO 2: METODOLOGÍA.....</b>	<b>9</b>
<b>BLOQUE II: ESTADO DEL CONOCIMIENTO</b>	
<b>CAPÍTULO 3: POLÍTICA DE PROVISIÓN DE INFRAESTRUCTURAS EN ESPAÑA .....</b>	<b>23</b>
3.1. INTRODUCCIÓN .....	23
3.2. LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURAS EN ESPAÑA .....	25
3.3. EFECTOS DEL AJUSTE PRESUPUESTARIO EN LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURAS ....	32
3.4. PLAN EXTRAORDINARIO DE INVERSIONES.....	35
3.5. INVERSIÓN PRIVADA .....	39
<b>CAPÍTULO 4: FINANCIACIÓN EMPRESARIAL E INVERSIÓN PRIVADA EN INFRAESTRUCTURAS.....</b>	<b>43</b>
4.1. INTRODUCCIÓN .....	43
4.2. ANÁLISIS DE LA DEMANDA EN EL MERCADO DE CAPITAL .....	44
4.3. BONOS FRENTE A PRÉSTAMOS .....	47
4.4. FINANCIACIÓN EN ESPAÑA .....	56
4.5. COMPOSICIÓN DEL PASIVO EN LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA .....	65
4.6. MERCADO DE CAPITAL EN ESPAÑA.....	67
4.7. FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS CONCESIONARIAS EN ESPAÑA.....	73
4.8. EMISIONES DE DEUDA PROTAGONIZADAS POR CONCESIONARIAS DE INFRAESTRUCTURAS EN ESPAÑA .....	75
4.9. PAUTAS COMUNES EN LAS EMISIONES DE DEUDA PROTAGONIZADAS POR CONCESIONARIAS DE INFRAESTRUCTURAS .....	77
4.10. LA NECESIDAD DE FACILITAR LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO: LOS MERCADOS DE CAPITAL .....	80

**CAPÍTULO 5: CONCEPTO Y PRAXIS DE LA TITULIZACIÓN A NIVEL**

<b>INTERNACIONAL.....</b>	<b>87</b>
5.1. INTRODUCCIÓN .....	87
5.2. CONCEPTUALIZACIÓN DE LA TITULIZACIÓN.....	87
5.3. DESARROLLO RECIENTE DE LA TITULIZACIÓN .....	92
5.4. VISIÓN GENERAL DE LA TITULIZACIÓN CORPORATIVA .....	95
5.5. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA TITULIZACIÓN CORPORATIVA EN EUROPA.....	102
5.6. ANÁLISIS DEL ACTIVO .....	108
5.7. ASPECTOS LEGALES DE LA TITULIZACIÓN CORPORATIVA .....	113
5.7.1 La titulización ante una situación de insolvencia de la compañía operadora.....	113
5.7.2 Implicaciones legales ante situaciones de insolvencia en el Reino Unido.....	114
5.7.3 Explotación del negocio tras el nombramiento de un “ <i>administrative receiver</i> ” .	116
5.7.4 Sustitución del gestor como fortaleza específica de la titulización .....	118
5.7.5 Vinculación al riesgo de “ <i>default</i> ” .....	120
5.8. TITULIZACIÓN CORPORATIVA EN EL DERECHO COMPARADO .....	122
5.9. CONSIDERACIONES ESTRUCTURALES.....	126
5.9.1 Garantía de liquidez .....	127
5.9.2 Fondos de reserva .....	129
5.9.3 Perfil de amortización .....	130
5.9.4 Valor de uso alternativo .....	131
5.9.5 Subordinación .....	132
5.10. EXPERIENCIA DE TITULIZACIÓN EN INFRAESTRUCTURAS Y SERVICIOS PÚBLICOS..	135
5.10.1 Titulización de puertos.....	135
5.10.2 Titulización de servicios de aguas .....	136
5.11. FUTURO DE LAS TITULIZACIONES CORPORATIVAS .....	139

**BLOQUE III: ANÁLISIS****CAPÍTULO 6: ANÁLISIS FINANCIERO DE LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE**

<b>INFRAESTRUCTURAS .....</b>	<b>143</b>
6.1. INTRODUCCIÓN .....	143
6.2. RIESGO DE CONSTRUCCIÓN .....	144
6.3. RIESGO DE TRÁFICO .....	149
6.4. RIESGO DE EXPLOTACIÓN Y MANTENIMIENTO .....	158
6.5. INTRODUCCIÓN AL ANÁLISIS APLICADO DEL PASIVO .....	165
6.6. MEJORA CREDITICIA .....	168

6.6.1	Avales y garantías externas .....	169
	Tabla 6.2: Programas de titulización sujetos a garantía de administraciones públicas .....	172
6.6.2	Subordinación .....	173
6.6.3	Sistema de Reservas.....	174
6.6.4	Ejemplo de estructura real.....	175
6.6.5	Consideraciones sobre la mejora crediticia .....	176
6.7.	GASTOS DEL FONDO.....	177
6.8.	PAGO DE INTERESES A LOS BONOS.....	179
6.9.	AMORTIZACIÓN DE LOS BONOS.....	180
6.10.	LA MODELIZACIÓN FINANCIERA.....	183
6.11.	RATIOS FINANCIEROS .....	187
6.11.1	Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda .....	187
6.11.2	Ratio de Cobertura sobre la Vida de la Deuda .....	193
6.11.3	Implicaciones cualitativas de los ratios financieros en el control de la concesión: los “covenants” .....	194
6.12.	AGENTE FINANCIERO .....	196
6.13.	ESTRUCTURAS ESPECÍFICAS DE LA TITULIZACIÓN CORPORATIVA .....	197
<b>CAPÍTULO 7: ANÁLISIS LEGAL DE LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS.....</b>		<b>201</b>
7.1.	INTRODUCCIÓN .....	201
7.2.	LA TITULIZACIÓN EN EL MARCO CONCESIONAL .....	205
7.3.	LOS PRECEDENTES DE LA TITULIZACIÓN .....	216
7.4.	EL REAL DECRETO 926/1998 .....	221
7.5.	DESARROLLOS LEGALES DE LA TITULIZACIÓN POSTERIORES AL R.D. 926/1998.....	227
7.6.	LA EMISIÓN DE VALORES EN EL PLCF .....	228
7.7.	LA TITULIZACIÓN DE DERECHOS DE CRÉDITO FUTUROS.....	233
7.8.	ESQUEMA DE REPARTO DE RIESGOS EN UNA TITULIZACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS	239
7.9.	REGULACIÓN DE UN FONDO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS.....	246
7.9.1	Proceso de Constitución de un Fondo .....	246
7.9.2	Papel de la sociedad gestora en la titulización de infraestructuras.....	247
7.9.3	La Comisión Nacional del Mercado de Valores.....	253
<b>CAPÍTULO 8: IMPLICACIONES DE LA RESOLUCIÓN Y CONCURSO DEL CONCESIONARIO EN LA TITULIZACIÓN .....</b>		<b>257</b>
8.1.	INTRODUCCIÓN .....	257

8.2.	RÉGIMEN CONCURSAL DE APLICACIÓN: LA LEY CONCURSAL .....	259
8.3.	NATURALEZA ADMINISTRATIVA DE LA CONCESIÓN .....	264
8.4.	EFFECTOS DEL CONCURSO EN LA CESIÓN DE CRÉDITOS .....	267
8.4.1	Efectos contemplados en la ley reguladora de las entidades de capital-riesgo .....	268
8.4.2	Efectos contemplados en la Ley Concursal: acción rescisoria .....	270
8.5.	RESOLUCIÓN DEL CONTRATO .....	274
8.6.	EL RÉGIMEN CONCURSAL EN LA LCSP .....	279
8.6.1	Separación de la masa concursal .....	280
8.6.2	Acaecimiento de causas de resolución del contrato imputables al concesionario .	282
8.6.2.1.	Secuestro de la concesión .....	283
8.6.2.2.	Resolución del contrato y compensación al financiador .....	286
8.7.	RECURSOS DE CONTROL EN MANOS DEL FINANCIADOR.....	289
8.8.	LIQUIDACIÓN DEL CONTRATO .....	294
8.9.	ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE SITUACIONES DE DESEQUILIBRIO CONCESIONAL .....	295

## **BLOQUE IV: RESULTADOS**

<b>CAPÍTULO 9: PROPUESTAS PARA LA TITULIZACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS EN ESPAÑA.....</b>	<b>301</b>	
9.1.	INTRODUCCIÓN .....	301
9.2.	HIPOTECA DE LA CONCESIÓN.....	302
9.3.	DERECHO DE CONTROL EN LA GESTIÓN DE CONTRATOS CON EL SECTOR PÚBLICO....	308
9.4.	CONTINUIDAD DEL CONTRATO ANTE EL CONCURSO DEL CONCESIONARIO.....	312
9.5.	EMISIÓN BAJO AVAL PÚBLICO .....	314
9.6.	ÁMBITO CONTRACTUAL .....	321
9.7.	INDEMNIZACIONES PREVISTAS POR ARTÍCULO 247 LCSP.....	324
9.8.	ADECUACIÓN DEL MARCO LEGAL DE LA TITULIZACIÓN .....	325
9.9.	AGRUPAMIENTO DE ACTIVOS EN UN MISMO FONDO DE TITULIZACIÓN .....	328
<b>CAPÍTULO 10: CONCLUSIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN.....</b>	<b>314</b>	
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	341	
LISTADO DE ACRÓNIMOS .....	355	
APÉNDICE A: ORÍGENES DE LA TITULIZACIÓN .....	357	
APÉNDICE B: CASOS REALES DE ESTUDIO .....	361	
APÉNDICE C: FONDO DE TITULIZACIÓN “AyT CLUB DE FÚTBOL” .....	371	
APÉNDICE D: ARTÍCULO 8 DEL PROYECTO DE LEY DE CAPTACIÓN DE FINANCIACIÓN EN LOS MERCADOS POR LOS CONCESIONARIOS DE OBRAS PÚBLICAS (PLCF) .....	375	

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1: Evolución del número de publicaciones en España sobre titulización de activos ....	11
Figura 3.1: Stock de capital neto público 1982-2002 .....	26
Figura 3.2: Inversión Real del Grupo Fomento según los Presupuestos Generales del Estado, en millones de euros y peso sobre PIB.....	28
Figura 3.3: Inversión bruta a nivel nacional realizada por el sector público en España por sector y agente (en miles de euros corrientes).....	29
Figura 3.4: Evolución del déficit público, la Formación Bruta de Capital Fijo y la diferencia entre ambos conceptos en porcentaje del PIB (1988-2009) .....	31
Figura 3.5: Evolución del déficit de las Administraciones Públicas en España .....	33
Figura 3.6: Evolución del incremento de la Formación Bruta de Capital Fijo en las Cuentas Públicas .....	34
Figura 3.7: Inversión privada en infraestructuras en España.....	40
Figura 4.1: Comparativa de la evolución del porcentaje de préstamos a largo plazo frente a valores distintos de acciones sobre el pasivo total de las Sociedades no Financieras en España .....	61
Figura 4.2: Saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo de las Sociedades no Financieras (cifras en millones de euros).....	63
Figura 4.3: Composición del pasivo de las empresas no financieras en Europa 1995-2005 (en % sobre total del pasivo de las empresas a nivel nacional).....	66
Figura 4.4: Admisiones a cotización mercado AIAF (cifras en millones de euros).....	68
Figura 4.5: Mercado Primario. Saldo vivo de valores distintos de acciones por sector (sin incluir derivados financieros).....	70
Figura 4.6: Distribución del saldo en circulación de emisiones AIAF por instrumento (2009) ...	72
Figura 4.7: Saldo vivo de las emisiones de bonos y obligaciones por sectores (2009).....	73
Figura 4.8: Distribución de los saldos vivos de bonos y obligaciones por áreas productivas en España (2009).....	75
Figura 4.9: Porcentaje sobre el pasivo de algunas concesionarias de infraestructuras de las emisiones de obligaciones a largo plazo frente a la deuda con entidades de crédito .....	79
Figura 4.10: Evolución del número de instituciones de crédito en la zona euro .....	82
Figura 4.11: Margen inicial sobre el tipo de interés de referencia en los préstamos sindicados por encima del grado de inversión concedidos en Europa para la financiación de infraestructuras (1999-2009) .....	84
Figura 5.1: Distribución por tipo de activo no hipotecario del saldo vivo de las titulaciones en EE.UU. a diciembre de 2007.....	94

Figura 5.2: Esquema de una titulización corporativa en el Reino Unido .....	98
Figura 5.3: Evolución del volumen de emisión de titulizaciones corporativas frente al índice de tipos de interés Libor a 3 meses (1997-2008) .....	104
Figura 5.4: Emisiones de LBO (en volumen) y de titulización corporativa (en volumen, número de operaciones y número de nuevos emisores) en Europa (1997-2007) .....	105
Figura 5.5: Distribución de la titulización por sectores en Europa por volumen emitido(1998-2006) .....	107
Figura 5.6: Número de operaciones de titulización en Europa por sector(1998-2006) .....	108
Figura 5.7: Ingresos generados por negocio con elevada volatilidad y corto plazo a vencimiento .....	110
Figura 5.8: Ingresos generados por negocio con baja volatilidad y corto plazo a vencimiento	110
Figura 5.9: Ejemplo de estructura subordinada.....	134
Figura 6.1: Principales razones para la existencia de problemas con calendarios o presupuestos .....	145
Figura 6.2: Naturaleza de problemas surgidos durante fase de construcción para cada tipo de infraestructura .....	146
Figura 6.3: Desviación de tráfico reales respecto a tráfico previstos en autopistas de peaje	154
Figura 6.4: Evolución interanual del Producto Interior Bruto español y de los volúmenes de tráfico en las autopistas españolas de peaje .....	156
Figura 6.5: Esquema de funcionamiento de una titulización de peaje directo.....	162
Figura 6.6: Esquema de funcionamiento de una titulización de peaje sombra.....	163
Figura 6.7: Estructura de la operación Breeze Three .....	176
Figura 6.8: Perfil de amortización de los bonos emitidos por Autovía de los Viñedos S.A. (AUVISA) .....	181
Figura 6.9: Evolución del RCSD para el caso base proyectado en la Autovía de los Viñedos ...	191
Figura 6.10: Esquema temporal de solapamiento de los plazos concesionales y de emisión de deuda.....	199
Figura 7.1: Reparto de riesgos en una titulización de derechos de cobro de una concesión de infraestructuras.....	241
Figura 7.2: Cuota de mercado de las sociedades gestoras de fondos de titulización sobre saldo vivo de emisiones en circulación.....	251
Figura 9.1: Esquema de opciones para el bonista ante el acaecimiento de causas de resolución de la concesión (art. 8 PLCF) .....	311
Figura 9.2: Tipo de interés en emisiones europeas de deuda corporativa por calificación crediticia .....	316



## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1: Esquema Metodológico Propuesto .....	16
Tabla 2.2: Tesis Doctorales españolas sobre la titulización de activos .....	20
Tabla 3.1: Operaciones de capital inicialmente previstas en el Grupo del Ministerio de Fomento para el ejercicio 2010 (en millones de euros).....	30
Tabla 3.2: Recursos Europeos recibidos por España (millones de euros 2004) .....	35
Tabla 4.1: Principales fondos de inversión en infraestructuras por creación de capital en los últimos cinco años (cifras en millones de dólares USA, actualizado a mayo de 2010).....	46
Tabla 4.2 Cuentas Financieras.Detalle por instrumentos de las cuentas no consolidadas Sociedades no financieras. Balance financiero (cifras en millones de euros).....	60
Tabla 4.3: Saldos vivos de bonos y obligaciones emitidos por áreas productivas del sector privado, 2009 (cifras en millones de euros).....	74
Tabla 4.4: Emisiones de obligaciones concesionarias de infraestructuras negociadas en AIAF .....	76
Tabla 4.5: Estudio del pasivo en diferentes concesionarios de infraestructuras.....	78
Tabla 5.1: Saldo vivo de las titulaciones en EE.UU. por tipo de activo no hipotecario a diciembre de 2007 .....	93
Tabla 5.2: Condiciones de idoneidad de la explotación de infraestructuras en la titulización corporativa .....	112
Tabla 5.3: Comparativa de la emisión de titulización frente a la deuda convencional en términos de “default” y pérdida ocurrida.....	133
Tabla 6.1: Disminución de los tráficos reales respecto a las previsiones del plan financiero .....	155
Tabla 6.2: Programas de titulización sujetos a garantía de administraciones públicas.....	172
Tabla 6.3: Costes estimados en la emisión de AUVISA .....	178
Tabla 6.4: Costes estimados en la emisión de AUDASA (2008) .....	179
Tabla 9.1: Diferenciales observados en el margen financiero entre emisiones corporativas Aaa y Baa en Europa (2005-2010) .....	317
Tabla A.1: Principales hitos en la historia de la titulización .....	360
Tabla B.1: Características de los tramos emitidos en la operación.....	363



# **BLOQUE I: OBJETO DE LA TESIS Y METODOLOGÍA**

---



# CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

---

Pocas facetas de la política económica en España han suscitado un interés tan continuado desde tiempos remotos como la vertebración de nuestro territorio a través de la provisión de obras públicas. La ejecución de infraestructuras, entendida como un medio y nunca como un fin en sí misma, ha facilitado el desarrollo económico de España. Históricamente, factores como la orografía o la distancia existente entre los principales núcleos económicos del país jugaron en contra de los intereses comerciales de la sociedad. Estas dificultades marcaron negativamente la comparativa con el resto de países de nuestro entorno europeo. Durante largos siglos, la técnica ingenieril fue incapaz de proporcionar soluciones a este problema, si bien debe ponerse en relación con la endémica escasez de recursos que impedía la consecución de infraestructuras al nivel coetáneo del resto de Europa.

En momentos muy concretos de nuestra historia, se han vivido etapas donde el interés por acabar con este retraso se ha redoblado, desde el impulso a la modernización de puertos y vías terrestres en el reinado de Carlos III, hasta la tardía y tímida llegada de la Revolución Industrial a España con el desarrollo del ferrocarril en torno a 1850. Han sido éstos hitos excepcionales, frutos de no pocos desvelos de determinadas generaciones donde coexistieron técnicos y hacedores de políticas con amplitud de miras. La necesidad de un esfuerzo combinado de técnica y política en nuestro país es expresada con inconfundible anhelo por José Ortega y Gasset en 1931: *“Todo está por hacer, en la técnica de la producción y en la técnica de la administración”*. Guiados por el fin de modernizar el país, sus esfuerzos titánicos fueron en buena medida enterrados por épocas posteriores de anquilosamiento y desidia. El abandono posterior de estas iniciativas modernizadoras ha solido ser fruto de tristes circunstancias históricas sobrevenidas, materializadas en forma de turbulencias económicas o políticas.

Sólo la perspectiva de la Historia nos permitirá conocer si el proceso de cambio vivido en España desde finales de los años ochenta del S. XX hasta la actualidad es comparable en términos de importancia para la modernización del país a los periodos anteriormente

mencionados. Todo apunta a que así efectivamente sea, en vista de la comparativa de los indicadores de esfuerzo inversor en infraestructuras entre España y las economías más avanzadas del mundo. Así, se ha logrado una convergencia espectacular en términos de provisión de infraestructuras.

Pero esta convergencia actual no podrá en ningún modo garantizarnos que España mantenga esta situación de paridad con el resto de economías europeas en el largo plazo. Como se acaba de indicar, nuestro país cuenta con demasiados precedentes de malogrados esfuerzos modernizadores de nuestras infraestructuras cerrados en falso. Cometería España un error imperdonable si no asentase la provisión de infraestructuras en sólidos cimientos que hagan este fuerza sostenible a lo largo de las próximas décadas. Desconocemos cuál será el devenir económico o las circunstancias políticas que atravesará nuestro país en el medio plazo. Tampoco puede permitirse nuestro país el error de caer en la autoindulgencia por el buen trabajo desarrollado en décadas recientes.

Por añadidura, en pocas coyunturas económicas como la que atraviesa España en la actualidad se ha hecho tan palpable una doble conjunción de factores: la necesidad de mantener un adecuado nivel de inversión en infraestructuras como motor de crecimiento económico del país, frente a la necesidad de controlar el creciente déficit de las cuentas públicas.

Éste es el principal objetivo de esta Tesis Doctoral, aportar un instrumento novedoso en la provisión de infraestructuras que permita ajustar las necesidades de todos los actores involucrados a los nuevos tiempos de la economía mundial que parecen surgir desde finales de la primera década de este Siglo XXI. Esta técnica, de aplicación en campos muy heterogéneos más allá de la financiación de infraestructuras, recibe el nombre de titulización.

La titulización aplicada al campo específico de las infraestructuras consiste en el recurso a los mercados de capital con objeto de lograr que los inversores que operan en dichos mercados financien un determinado proyecto de infraestructuras que será capaz de generar un flujo de ingresos durante un periodo determinado de tiempo, con los cuales se hará frente a la deuda contraída con éstos. Así, una sociedad que gestione una determinada infraestructura logrará captar a fecha presente un volumen de fondos que le permitirán financiar su actividad

constructora, o mejorar su liquidez. A cambio, un vehículo financiero emitirá bonos que serán adquiridos por inversores (bonistas), que pasarán a ser los beneficiarios últimos de los flujos generados por el proyecto hasta la fecha de vencimiento de los bonos.

Esta Tesis Doctoral considera la titulización como un instrumento y no un fin en sí misma. Era por ello necesario comenzar este preámbulo glosando el verdadero beneficio que la modernización de las infraestructuras aporta al país. En tanto la provisión de infraestructuras es un instrumento al servicio de un fin, y esta Tesis Doctoral presenta un instrumento para dicha provisión, la titulización podría decirse que adquiere la naturaleza de “instrumento de un instrumento”, que no debería ocultar el fin último de la presente Tesis Doctoral, el desarrollo económico de la nación.

Puede por tanto afirmarse contundentemente que el objetivo último de esta Tesis Doctoral no es el simple desarrollo sin más de la titulización de infraestructuras en España, ni tampoco la mera ejecución de más obras públicas en el país. El objetivo último es en definitiva realizar una aportación al desarrollo económico del país facilitando la financiación de sus obras públicas. No puede obviarse que el uso o finalidad de una obra pública concreta determinará por sí misma, con independencia de su forma de financiación, si realmente aporta a la creación sostenida de riqueza, o si por el contrario sólo representará un efecto positivo pasajero para la economía local, apenas limitado en el tiempo a la fase de construcción de la misma.

La concepción de esta Tesis Doctoral ha venido marcada por dos acontecimientos externos a la misma que han determinado en buena medida el resultado final. Deben por tanto estar muy presentes a la hora de introducir esta obra.

En primer lugar, el inicio de esta Tesis Doctoral coincide en el tiempo con un acontecimiento que a priori resultaba muy alejado en el espacio y contexto, pero que concluyó determinando una parte muy considerable de la obra. Cuando el jueves 9 de agosto de 2007 el banco BNP Paribas suspendió tres de sus fondos de inversión cuyos activos subyacentes eran hipotecas de baja calidad crediticia o “*subprime*”, no podía esperarse que el más perfecto “efecto mariposa” producido hasta la fecha acabaría transformando intensamente los cimientos de la economía moderna tal y como había sido conocida en los últimos treinta años. La intensidad del terremoto financiero acabaría afectando a las prácticas y formas de financiación de

infraestructuras en España, y esta Tesis Doctoral se vería irremediamente ligada a este efecto contagio. Muchas de las prácticas y principios financieros en vigencia al comienzo de esta Tesis Doctoral serían derribados tras la fecha señalada y, a consecuencia de ello, el desarrollo de la Tesis se ha dado siempre al hilo de los cambios financieros según se han ido produciendo. Ni siquiera a finales del año 2010 está claro cuáles serán las consecuencias finales de esta crisis financiera y cuáles serán todas las implicaciones en el mundo de la financiación de infraestructuras. A pesar de ello, estos tres últimos años han dibujado unas nuevas pautas de financiación que ya han sido plasmadas en la Tesis Doctoral.

En segundo lugar, el siguiente determinante del desarrollo de la Tesis Doctoral es la coincidencia en el tiempo con un hecho estrictamente nacional, el proceso de discusión del nuevo marco legal para la financiación de infraestructuras en España desde finales del año 2009. A comienzos de 2007, este marco estaba regulado por la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas y la Ley Reguladora del Contrato de Concesión de Obras Públicas. Este marco se vio modificado en octubre de ese mismo año con la entrada en vigor de la Ley de Contratos del Sector Público. Pero el verdadero hecho relevante para el contenido de la Tesis Doctoral es la discusión aparecida en 2009 sobre el nuevo marco legal que regulará la forma de financiar la provisión de infraestructuras en España. En el momento de finalización de esta obra, el resultado de esta discusión se plasma en el Proyecto de Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas en octubre de 2009, cuyo plazo de enmiendas al articulado se amplió hasta septiembre de 2010. Esta circunstancia, a la vez que afectó el análisis legal realizado en esta obra con la necesidad de actualización sucesiva de su contenido, permite por otra parte que la Tesis Doctoral aporte algunas recomendaciones con el objeto de que el marco legal se ajuste en la mayor medida posible a la realidad de los nuevos mercados financieros.

Ha sido intención de esta Tesis Doctoral escrutar una práctica financiera extendida en los mercados internacionales como la titulización de activos. La titulización de activos nace y se desarrolla a nivel internacional, fundamentalmente en los mercados de Estados Unidos y Reino Unido, como instrumento financiador de entidades financieras. En su vertiente como instrumento al servicio de entidades financieras es cómo se extiende rápidamente por los mercados internacionales, incluyendo España desde 1998.



En un paso consecutivo, se ha analizado cuál es la realidad en la aplicación que de esta técnica hacen sociedades no financieras. En este nuevo caso, son muchas menos las experiencias encontradas en el mundo, y fundamentalmente limitadas a los mercados del Reino Unido y en menor medida Estados Unidos. Apenas existen contadas excepciones fuera de estos dos países.

Finalmente, como paso natural después de identificar las experiencias realizadas por sociedades no financieras, es necesario analizar las experiencias existentes en el sector de las infraestructuras. Si ya se ha señalado la reducción de precedentes en el paso anterior, obviamente la escasez de casos se hace aún más señalada cuando la búsqueda se limita a la titulización aplicada a proyectos de infraestructuras. A pesar de ello, se desarrollará el reducido mercado de la titulización de infraestructuras en Reino Unido durante la década de los noventa del S.XX.

La determinación de mirar al exterior para conocer y analizar las experiencias señaladas en la titulización de infraestructuras no tiene como objetivo sugerir sin más la introducción en España de estos instrumentos financieros. En primer lugar, el propio marco legal impide la transposición directa de técnicas financieras nacidas gracias a las peculiaridades del derecho anglosajón. En segundo lugar, no es objetivo de esta Tesis realizar una mera descripción de estas técnicas, sino lograr identificar aquellos aspectos susceptibles de mejora con el objeto de facilitar su implantación óptima en el mercado español.

Sobre esta última consideración, las mejoras deben redundar en la mayor eficiencia económica posible para la sociedad, y no únicamente para alguno de los agentes implicados. Como en cualquier teoría de juegos, se establecerán distintas relaciones de competencia o complementariedad entre los intereses de los distintos agentes que interactúan (Administración, gestor de infraestructuras e inversor).

Debe tenerse presente que el recurso a la titulización de infraestructuras es inédito en España así como prácticamente inexistente a nivel mundial. Este hecho implica, a la hora de describir la metodología empleada para la realización de esta Tesis Doctoral, la falta de observaciones empíricas que hubieran permitido comparar esta técnica frente a otras alternativas de financiación, principalmente vía préstamos. En este segundo caso, por el contrario, sí existe

una numerosa población de observaciones sobre préstamos concedidos para la financiación de infraestructuras.

La metodología empleada en esta Tesis Doctoral es descrita tras esta introducción en el Capítulo 2. El desarrollo de la obra propiamente dicho comenzará con el Capítulo 3, que analizará la política de provisión de infraestructuras en España, tanto en la actualidad como en el pasado reciente. En este tercer capítulo se presenta la inversión privada como alternativa y oportunidad para lograr el mantenimiento de los niveles adecuados de provisión de infraestructuras.

El Capítulo 4, centrado en las alternativas existentes de financiación corporativa, comparará las distintas opciones de financiación existentes, analizando cuáles son las fuentes habituales a las que recurren las empresas españolas, y en particular cuál es la realidad específica del sector de las infraestructuras.

El Capítulo 5 introduce el concepto de la titulización como una de las alternativas existentes para la financiación corporativa, combinando la teoría investigadora con el desarrollo real de este instrumento financiero en los mercados internacionales. Dicha observación continúa con una comparativa entre las distintas jurisdicciones donde se ha desarrollado la práctica de la titulización.

Para analizar la viabilidad de este instrumento financiero en España, es necesario un enfoque pluridisciplinar que comienza en el Capítulo 6 con el análisis financiero de los fondos de titulización de infraestructuras, que cubrirá tanto el pasivo como el activo del fondo.

Posteriormente, se desarrollará en el Capítulo 7 un análisis legal de la titulización de infraestructuras en nuestro marco normativo, así como su encaje dentro del marco aplicable a los contratos con el sector público, especialmente en lo referente al contrato de concesión de obra pública. Este capítulo interrelaciona dos campos legales a priori no conectados, como son el sistema de provisión de obras públicas (con especial énfasis en el contrato de concesión de obra pública) con la regulación existente sobre la titulización en España. A tal fin, se pone especial atención en el actual Proyecto de Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas, en tanto será la norma central que articule los dos

ámbitos objeto de esta Tesis Doctoral. Dentro de este Capítulo se pondrá de manifiesto la gran importancia de cómo resuelven este tipo de estructuras financieras situaciones singulares como el concurso del concesionario o la resolución del contrato de concesión, de forma que estos aspectos se tratarán específicamente en el Capítulo 8.

Finalmente, tras haberse identificado en los ocho primeros capítulos de este Tesis Doctoral las cuestiones de mayor importancia para implantar la titulización de infraestructuras en España, el Capítulo 9 concreta una serie de recomendaciones que permiten facilitar dicha implantación.

En relación a aquellas partes que pueden verse beneficiadas por las aportaciones de esta Tesis Doctoral, pueden citarse:

- La Administración, en tanto ha hecho explícito su interés por impulsar la inversión privada en infraestructuras como complemento a los recursos públicos.
- El Legislador, en tanto el desarrollo reciente del marco regulador en España muestra su interés por lograr una implantación efectiva de la titulización como instrumento de financiación al alcance de sociedades no financieras en general, y de los concesionarios de obra pública en particular.
- Los concesionarios de obra pública, en tanto sufren actualmente la restricción crediticia de las entidades financieras y necesitan formas alternativas de financiación que les permitan acometer nuevos proyectos concesionales.
- Empresas prestadoras de servicios públicos, desarrollados mediante contratos distintos del de concesión de obra pública, en tanto la técnica de la titulización es extensible a cualquier flujo de ingresos continuado en el tiempo, con independencia de que contemple actividad constructora.
- Las empresas constructoras, en tanto la titulización de activos también puede permitir la obtención de financiación mediante la cesión de derechos presentes de crédito, como certificaciones de obra.
- Las entidades financieras, en tanto pueden también lograr liquidez mediante la titulización de préstamos en sus balances previamente concedidos para la financiación de proyectos de infraestructuras.

- Los inversores de renta fija, que dado su carácter universal y no especializado, pueden lograr una mayor familiarización con un activo singular como las infraestructuras en España, sometidas a una regulación sectorial considerablemente distinta a cualquier otra actividad empresarial privada.

# CAPÍTULO 2: METODOLOGÍA

---

## POSICIONAMIENTO DE LA TESIS DOCTORAL DENTRO DE LA LÍNEA DE INVESTIGACIÓN

La línea de investigación de la que parte esta Tesis Doctoral puede considerarse como el engarce entre dos líneas independientes claramente definidas: la investigación sobre la titulización de activos, tanto a nivel internacional como español, y en segundo lugar, la investigación sobre provisión y financiación de infraestructuras en España. Esto es así en tanto se pretende el análisis de una técnica financiera que surge en los mercados de capital internacionales, y cuya aplicación se desea en el ámbito de las infraestructuras en España.

Por lo que se refiere a la primera, la labor de investigación académica sobre la titulización es importante, a pesar de su quizás modesta visibilidad.

El comienzo de la línea investigadora está irrefutablemente ligado al propio nacimiento de la titulización como técnica financiera, inicialmente limitada a la financiación del mercado hipotecario. Cabría destacar de entre los investigadores pioneros a Steven L. Schwarcz, que a través de la compatibilización de su actividad profesional como abogado con su labor docente en la Universidad de Duke, desarrolla la primera línea investigadora sobre titulización a nivel mundial, posteriormente consolidada mediante la creación del Global Capital Markets Center de la Universidad de Duke y de Fuqua. Desde trabajos como Schwarcz (1990), el Derecho Financiero fija su atención sobre una técnica novedosa que se expande desde finales de los ochenta y que permite reducir los costes de financiación de una empresa a través del acceso a los mercados de capital. El título de una de las posteriores obras del autor, *“La alquimia de la titulización de activos”* (Schwarcz, 1994) utiliza de forma elocuente la metáfora de la alquimia como símbolo constante del proceso de transformación que caracteriza a la titulización.

Desde un ámbito más ligado al Derecho, la línea investigadora sobre la titulización de activos en Estados Unidos proseguirá un desarrollo más próximo a la teoría financiera, en concreto dentro del área de investigación de mercados de renta fija, destacando la ingente labor investigadora de Frank J. Fabozzi, Moorad Choudhry, Tamar Frankel, Mark Fagan y Vinod

Khotari. En esta etapa de desarrollo inicial prima el especial énfasis en la titulización hipotecaria, al hilo de la importancia de este tipo de activo dentro del mercado.

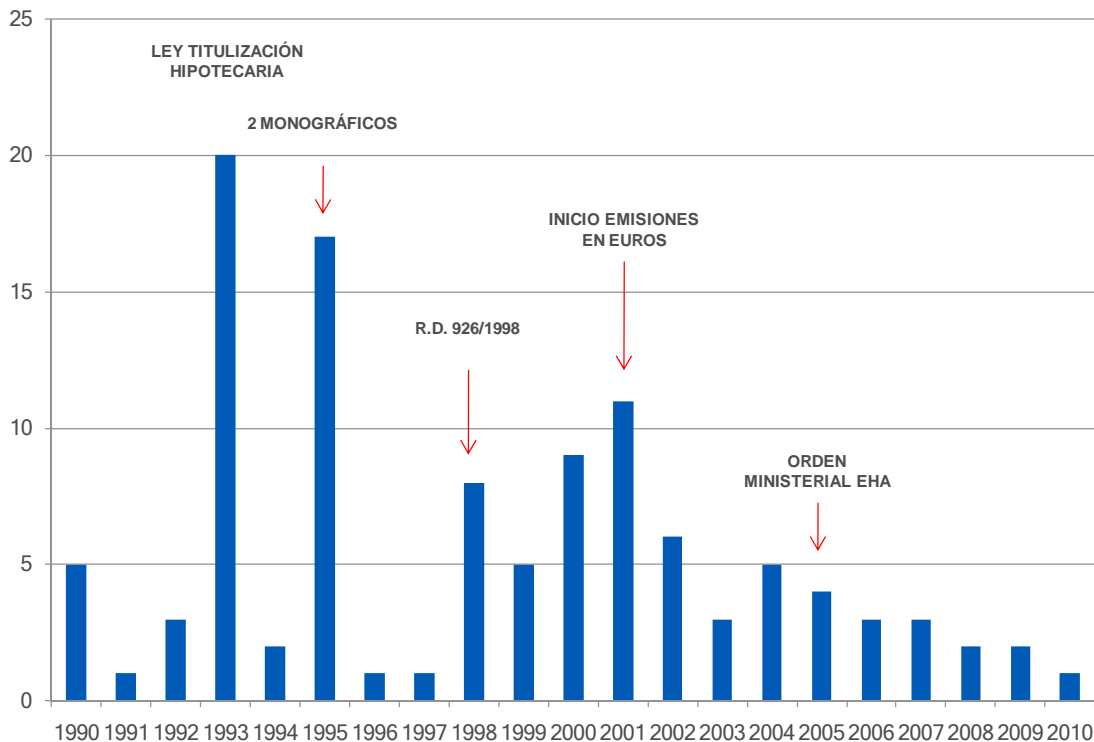
La investigación sobre la titulización de activos evoluciona en una doble componente geográfica y de contenido: por una parte la titulización va a expandir su ámbito geográfico fuera de Estados Unidos, especialmente en Reino Unido y Europa a finales de los años noventa, de forma que atraerá la atención de equipos investigadores como el Banco Central Europeo (Altunbas et al., 2004). En paralelo, la investigación comenzará a expandirse a otros activos, fuera del mercado hipotecario (Jobst, 2005). Este proceso de doble expansión queda plasmado en el Apéndice A de la obra. Se ha tenido especial atención a las amables aportaciones de Mark Fagan (Universidad de Harvard), al tratar los ámbitos de la titulización y el transporte en Estados Unidos.

Existe por lo tanto una menor producción investigadora sobre la aplicación de la técnica de la titulización como herramienta apta para financiar empresas no financieras. Dentro de esta menor producción, existen muy escasas referencias al empleo de la titulización dentro del ámbito de las infraestructuras.

Centrándose en el caso específico de la investigación española sobre titulización, debe resaltarse el desarrollo experimentado a raíz de la introducción del marco normativa en España a finales de los años noventa. De igual modo que en la escena internacional, la preeminencia de la titulización hipotecaria en la práctica financiera ha hecho que la investigación en España esté igualmente caracterizada por haberse centrado especialmente en este tipo de activo.

La Figura 2.1 muestra cuál ha sido la evolución cuantitativa de la investigación en España sobre la materia.

**Figura 2.1: Evolución del número de publicaciones en España sobre titulización de activos**



*Fuente: Base de Datos ISOC*

Al menos son cuatro las Tesis Doctorales que han podido ser identificadas hasta el presente en España con la misma línea investigadora. La Tabla 2.2, como apéndice a esta Metodología, mostrará los detalles de estas cuatro obras.

Por tratarse de uno de los estudios pioneros en España, la primera Tesis estudiada ha sido la de Susana Blanco. Presenta la ventaja de tratar desde un punto de vista muy amplio el marco legal incipiente en España a finales de los años noventa, aunque su aplicación al objeto de la presente Tesis es limitado, al centrarse primordialmente en el desarrollo de la titulización hipotecaria en nuestro país. A pesar de esta limitación, el marco legal expuesto en su capítulo 2 se encuentra en general en vigor en la actualidad (con la excepción hecha de la normativa aprobada con posterioridad a 1999, especialmente en el caso de la titulización de derechos de cobro futuros), así como el interesante marco teórico descrito en el Capítulo 4 (a pesar de que la práctica del mercado haya superado las premisas teóricas). Dentro de las conclusiones señaladas por la autora, destaca la siguiente previsión:

*“En relación con los mercados de renta fija privada, podrán tener un cierto relanzamiento adicional en la medida en que disminuya la presión del sector público, desaparezca el efecto desplazamiento y aumente significativamente la solvencia de los demandantes de fondos que operan en este mercado. Lo que probablemente producirá un aumento en la titulización como forma de disminuir la dependencia del crédito bancario por parte de las empresas, y ayuda a que la inversión colectiva registre un nuevo impulso”*

Esta previsión refleja la expectativa común de las distintas aportaciones investigadoras en España sobre cómo la titulización de activos se expandiría en España al ámbito de las empresas no financieras. Más de una década después, la práctica de los mercados ha refutado esta previsión, y la titulización de activos en España sigue siendo herramienta de uso exclusivo de entidades financieras. Es ésta por tanto una línea futura de investigación que pretende ser analizada en la presente Tesis Doctoral.

Tal como se ha mencionado con anterioridad, existen muy pocas excepciones a nivel mundial que relacionen la titulización de activos con el sector de las infraestructuras. Resulta por este motivo especialmente valiosa la aportación realizada por la Tesis Doctoral de Susana Sardá en 2006. La autora fundamenta la necesidad de activar distintas vías de financiación privada de las infraestructuras en España, citando entre otras causas un marco temporal caracterizado por la contención y el equilibrio presupuestario, coincidente con el actual. La titulización se presenta como una de estas vías alternativas que permitirían el mantenimiento del nivel necesario de inversión en infraestructuras, en la que la autora encuentra un enorme potencial en un contexto económico favorable, con bajos tipos de interés, la introducción del euro como moneda única o el creciente interés inversor en este tipo de activos. Para la autora, aún no se habrían aprovechado las múltiples posibilidades que la incipiente titulización ofrecía a las empresas españolas no financieras, centrándose en concreto en la titulización de derechos de cobro asociados a proyectos de inversión en infraestructuras. Su principal aportación es el establecimiento de un método de selección de la distribución óptima de cobros futuros a titular por el originador mediante un sistema ecuacional, de forma que se pueda decidir tanto el volumen de financiación que pretende obtener mediante la titulización como la distribución temporal de los cobros titulizados. Se pretende optimizar, en la medida de lo posible, el pasivo del fondo de titulización, y en consecuencia el resultado para originador, fondo y bonistas,



cumpliendo el objetivo de una minimización del fondo de reserva necesario. Así, es especialmente significativa la siguiente consideración:

*“Esperamos que el conjunto de la metodología propuesta contribuya a la consecución de nuestra pretensión al elaborar esta tesis: facilitar la aplicación de un sistema de financiación relativamente complejo, la titulización, en un sector, el del transporte por carretera, en que la obtención de recursos se muestra como un auténtico rompecabezas. Hemos intentado proporcionar algunos mecanismos que permitan agilizar algunas de las fases que comprende el proceso de la titulización; y optimizar, a ser posible, el resultado global, tanto para el originador, como para el fondo y los bonistas”*

En este trabajo prima un enfoque que presta especial atención a la empresa concesionaria de obra pública. En contraste, esta Tesis Doctoral pretende desarrollar una nueva línea de investigación alternativa que haría énfasis en el análisis de los intereses y derechos del bonista o inversor, particularmente identificando aquellos aspectos que le confieran una mayor seguridad jurídica. Ya podría desarrollarse un marco legal perfectamente establecido para activar el recurso a los mercados de capital, que en el caso de que no contemplase suficiente seguridad jurídica para el inversor, estaría abocado a fracasar en su objetivo al ser posible que no suscitase el interés de muchos inversores institucionales. En este aspecto, será necesario una visión de Derecho Comparado para descubrir cuáles son los derechos que otras legislaciones aportan al inversor, y todo ello sin olvidar que una estructura eficiente debe redundar en último término en el bien de la sociedad, en tanto conlleva la prestación de servicios públicos.

Otra de las líneas de investigación que arrancan de la Tesis Doctoral de Sardá (2006) consiste en la ampliación del ámbito de empleo de la titulización. Mientras la obra referida se centra en exclusiva en los contratos de concesiones de obra pública, la presente Tesis Doctoral ahondará en otras modalidades mediante las que la titulización puede estar al servicio de las infraestructuras, ya sea a través aplicada a otros tipos de contratos, como explotación de servicios públicos, o puesta a disposición de las entidades financieras, para la cesión de préstamos en balance previamente concedidos a la financiación de proyectos de infraestructuras (*Collateralized Loans Obligations*).

Con carácter general, no existe aún un análisis sobre las prácticas observadas en los mercados de capital con objeto de permitir recomendaciones para su aplicación con éxito en España. Tampoco se ha realizado aún un análisis legal que detecte aquellos aspectos de nuestro sistema normativo que dificultan el desarrollo de la titulización corporativa, así como la aportación de recomendaciones que puedan mejorar el marco legal, haciendo finalmente posible el recurso a esta técnica por parte del sector de las infraestructuras.

En relación a la segunda de las líneas de investigación de las que parte esta Tesis Doctoral, la provisión y financiación de infraestructuras en España, ha sido especialmente prolífica (Argimón et al., 1994, Bajo y Sosvilla, 1993, Fernández, 1999, García-Fontes y Serra, 1994, o González-Páramo, 1995). La razón para esta intensa labor investigadora puede estar motivada por la importancia reciente del desarrollo de las obras públicas en España durante las últimas décadas.

Dentro de toda esta investigación, esta Tesis Doctoral entronca con las aportaciones realizadas por el Departamento de Transportes de la Universidad Politécnica de Madrid, que aborda la Economía del Transporte (Izquierdo, 2004) específicamente en cuestiones como el desarrollo de sistema concesional en España (Vassallo, 2004) o la política de provisión de infraestructuras (Sánchez Soliño, 2002), entre otras.

En esta misma línea investigadora destacan las recientes aportaciones realizadas por la Tesis Doctoral “Planificación Económico-Financiera de las Concesiones de Autopistas de Peaje. Un Estudio Empírico del Caso Español” de M. Ángeles Baeza (2008), que realiza un análisis de los principios del modelo concesional en España acompañado de un diagnóstico actual sobre su aplicación a las autopistas de peaje.

Mención expresa merece también la Tesis Doctoral “Metodología para la creación de un Fondo de Garantía de Infraestructuras y evaluación de su eficiencia en su aplicación a concesiones de infraestructuras de transportes”, de David Maté (2003). Esta obra trata la financiación de infraestructuras en nuestro país a través de la herramienta denominada fondo de garantía de infraestructuras. Dentro de las conclusiones, el autor indica: *“Todo parece indicar que sería conveniente crear canales de conexión entre estos demandantes de recursos financieros (las sociedades concesionarias) y nuevos demandantes de activos financieros en los que invertir*

*(los inversores institucionales)*”. La titulización de infraestructuras no es sino un proceso de desintermediación financiera que puede servir como otra alternativa a esta necesidad apuntada por Maté (2003). Más allá de esta apreciación, una de las líneas de investigación futuras que deja el autor para investigaciones posteriores es la de *“evaluar la capacidad del fondo de propiciar la aparición de activos financieros de alta calificación crediticia, de tal manera que pudiesen servir como contraparte, colaterales, de operaciones financieras en el mercado interbancario”*. De igual modo, la titulización de infraestructuras pretende ofrecer una solución que ofrece activos financieros líquidos, de alta calificación crediticia (a través de las técnicas de financiación estructurada), que mejorarán la eficiencia de los mercados de financiación.

Por todo lo anterior, puede resumirse que la presente Tesis Doctoral pretende de una forma más directa retomar las cuestiones pendientes que apuntan la línea investigadora de Sardá (2006) y Maté (2003).

### **METODOLOGÍA EMPLEADA**

La metodología científica desplegada para el desarrollo de esta Tesis Doctoral ha partido de un diseño de trabajo estructurado en cinco fases de acción. El Objeto de la Tesis Doctoral es un instrumento financiero, la titulización de infraestructuras, y la Hipótesis de Trabajo es su aplicabilidad en España. La Tabla 2.1 representa el esquema metodológico empleado en la Tesis Doctoral.

**Tabla 2.1: Esquema Metodológico Propuesto**

FASE	CUESTIONES	FUENTES	DESARROLLO
Análisis de la necesidad	¿Cuáles son las necesidades diagnosticadas?	Bibliografía clásica (Derecho y Finanzas)	Capítulo 1 Capítulo 2
	¿Cuáles son los factores de actualidad que determinan estas necesidades?	Entrevistas	Capítulo 3
	¿Cuáles son las líneas investigadoras preexistentes?		
Descripción del Objeto	Observación de la realidad	Bases de Datos	Capítulo 4
	Desarrollo reciente del Objeto	Publicaciones agentes mercado <sup>1</sup>	
	Comparativa		
Análisis del Objeto	¿En qué condiciones puede aplicarse el Objeto?	Bases de Datos	Capítulo 5
	¿Es viable?	Legislación	Capítulo 6
		Jurisprudencia	Capítulos 7 y 8
Soluciones	¿Qué cambios precisa la realidad para la aplicación del Objeto?	-	Capítulo 9 Capítulo 10
Líneas de Investigación Futuras	¿Qué preguntas quedan sin respuesta?	-	Capítulo 10
	¿Qué cuestiones pueden mejorar la utilidad de nuestras respuestas?		

*Fuente: Elaboración propia*

Las principales fuentes empleadas para el desarrollo de la tesis doctoral han sido las siguientes:

- Servicio de búsqueda documental (EBSCO)
- Servicio de búsqueda de noticias (Factiva)
- Servicios de Estudios de agentes del mercado (Banco de España y Banco Central Europeo)
- Contabilidad Nacional de España – Instituto Nacional de Estadística
- Legislación (nacional e internacional)
- Jurisprudencia y doctrina legal (nacional e internacional)
- Tesis doctorales en la misma línea de investigación
- Encuestas de inversores (publicadas y accesibles)

<sup>1</sup> Se entienden como agentes de mercados aquellas partes que desarrollan actividad investigadora (bancos centrales, bancos de inversión, organismos multilaterales, reguladores, agencias de calificación etc.) dentro de los mercados de capital, sin una relación directa con el mundo académico.

- Bases de datos y metodologías de agencias de calificación
- Bases de datos Thomson Reuters

La naturaleza de la cuestión hace necesario el desarrollo de una vía interdisciplinar, que combine aportaciones del Derecho, las Finanzas y por último, desde un enfoque de la Ingeniería, la Economía del Transporte.

El hecho de que el Objeto de la Tesis Doctoral sea una técnica financiera no aplicada aún en España<sup>2</sup>, y con apenas algún precedente a nivel mundial, marca a nivel metodológico la imposibilidad de un contraste empírico de la hipótesis de trabajo por la falta de precedentes observables. La Tesis Doctoral no puede por ello seguir un enfoque cuantitativo de modelización financiera, como el propuesto por Sardá (2006). Por el contrario, se propone un enfoque cualitativo de investigación correlacional e interdisciplinar. No obstante, la Tesis Doctoral recurre a un enfoque empírico en relación a hitos secundarios que se plantean durante su desarrollo, y para los que sí existen observaciones que permiten un tratamiento cuantitativo.

De igual modo, se recurre al método del caso para el desarrollo de determinados aspectos puntuales donde existan precedentes identificados (operaciones financieras singulares cuya lectura crítica aporte valor a esta Tesis Doctoral, como los casos de estudio del Apéndice B).

Desarrollando las fases empleadas en la metodología de esta Tesis Doctoral, de acuerdo al esquema de la Tabla 2.1, el Bloque II se ocupa del Estado del Conocimiento, comprendiendo los Capítulos del 3 al 5. En primer lugar, parte de la identificación de una necesidad muy concreta en España, la provisión de infraestructuras como coadyuvante del crecimiento económico en el país. El Capítulo 3, "Política de Provisión de Infraestructuras en España", tiene como objetivo demostrar la necesidad de inversión en infraestructuras. En un siguiente paso, este tercer capítulo detecta un problema existente en la actualidad. Este problema consiste en la mayor escasez de recursos públicos disponibles para acometer la necesaria inversión en infraestructuras, según se desprende de los datos de la Contabilidad Nacional de España, así como de los ejes directores de la política económica del Gobierno Central hechos públicos a lo

---

<sup>2</sup> No aplicada al ámbito de las infraestructuras, pero sí en el ámbito de la financiación de entidades de crédito.

largo de 2010. Se presenta por tanto la inversión privada como alternativa y oportunidad para lograr el mantenimiento de los niveles adecuados de provisión de infraestructuras.

Para que sea posible que la iniciativa privada acometa este nivel de inversión, es necesario que las empresas privadas puedan acceder a fuentes de financiación eficientes. El Capítulo 4, “Financiación Empresarial e Inversión Privada en Infraestructuras”, compara las distintas opciones de financiación existentes, analiza cuáles son las fuentes habituales a las que recurren las empresas españolas, y en particular cuál es la realidad específica del sector de las infraestructuras. Tras el diagnóstico realizado por este cuarto Capítulo se identifica un problema adicional, consistente en las dificultades presentes para el acceso a la financiación convencional (a través de préstamos concedidos por entidades financieras).

Llegados a este punto, la Tesis Doctoral introducirá su Objeto, la titulización de activos como instrumento para la financiación de infraestructuras.

La fase de trabajo identificada en la Tabla 2.1 como Descripción del Objeto arranca con el Capítulo 5, “Concepto y Praxis de la Titulización”. En esta fase, se pretende conceptualizar este Objeto, tanto desde el punto de vista de la teoría investigadora (concepto) como desde el punto de vista del desarrollo real (praxis) de este instrumento financiero en los mercados internacionales. Dicha observación continúa con una comparativa entre las distintas jurisdicciones donde se ha desarrollado la práctica de la titulización. Este Capítulo 5 opta por un enfoque lineal (experiencia histórica de la titulización) así como focalizador, partiendo de una perspectiva más general del Objeto para llegar finalmente a una visión más particular y ajustada al ámbito sectorial y nacional de la Tesis.

Este Capítulo 5 da pie a la Hipótesis de Trabajo central de esta Tesis Doctoral, el empleo del Objeto, la titulización de activos, como solución a los dos problemas anteriormente citados, la escasez de recursos públicos y las dificultades en el acceso a la financiación por parte de las empresas privadas.

La siguiente fase, Análisis del Objeto, constituye la totalidad del Bloque III, comprendiendo los Capítulos 6 al 8, y pretende probar la validez de la Hipótesis de Trabajo. A tal fin, es preciso un análisis multidisciplinar, que comienza con un análisis de las infraestructuras como activo de

este tipo de operaciones, así como un análisis de las estructuras financieras que pueden diseñarse y cómo adaptarlas al tipo de activo. Este primer análisis financiero se realiza en el Capítulo 6 (“Análisis Financiero de los Fondos de Titulización de Infraestructuras”). Posteriormente, se recurre a un análisis legal en el Capítulo 7 (“Análisis Legal de los Fondos de Titulización de Infraestructuras”). Si los principios legales de la titulización fueron ya conceptualizados en el Capítulo 5, es aquí donde se procede al análisis a la luz del marco legal en España. Este Capítulo interrelaciona dos campos legales a priori no conectados, como son el sistema de provisión de obras públicas (con especial énfasis en el contrato de concesión de obra pública) con la regulación existente sobre la titulización en España. A tal fin, se pone especial atención en el actual Proyecto de Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas, en tanto será la norma central que articule los dos ámbitos objeto de esta Tesis Doctoral. Dentro del análisis realizado en el Capítulo 7, se identificará las consecuencias para un fondo de titulización del concurso del cedente y la resolución del contrato como dos de los elementos más relevantes para validar la Hipótesis de Trabajo. Esta cuestión se afronta en el Capítulo 8 (“Implicaciones de la resolución y concurso del concesionario en la titulización”).

Finalmente, la fase de Soluciones engloba el Bloque IV “Resultados” y pretende, una vez identificadas las cuestiones de mayor importancia para la validación de la Hipótesis de Trabajo, aportar una serie de recomendaciones que faciliten la implantación de la técnica de la titulización de infraestructuras en España. Así, el Capítulo 9 (“Propuestas para la titulización de infraestructuras en España”) ofrece respuestas a aquellos impedimentos legales, ineficiencias económicas, desincentivos etcétera que han sido previamente identificados en las fases previas de la metodología propuesta.

**Tabla 2.2: Tesis Doctorales españolas sobre la titulización de activos**

<b>Título</b>	<b>Autor</b>	<b>Universidad</b>	<b>Departamento</b>	<b>Año</b>
La titulización crediticia	Almoguera Gómez, Ángel	León	Dirección y Economía de la Empresa	1994
La titulización de activos en España	Blanco García, Susana	Complutense	Economía Financiera y Contabilidad	1999
Titulización de activos financieros y valoración de bonos de titulización	Muñoz Labiano, Javier S.	Navarra	Ciencias Económicas y Empresariales	2001
La titulización de derechos de crédito futuros: Propuesta de una metodología aplicada a los peajes de autopista	Sardá García, Susana	Rovira i Virgili	Ciencias Económicas y Empresariales	2006

*Fuente: Recopilación propia*



## **BLOQUE II: ESTADO DEL CONOCIMIENTO**

---



# CAPÍTULO 3: POLÍTICA DE PROVISIÓN DE INFRAESTRUCTURAS EN ESPAÑA

---

## 3.1. INTRODUCCIÓN

De acuerdo a la metodología que acaba de proponerse para esta Tesis Doctoral, el punto de arranque de la misma será el análisis de la política de provisión de infraestructuras en España. En el presente Capítulo se analiza el impacto de la contención del déficit público según los Presupuestos Generales del Estado en dichas políticas de provisión, haciendo especial hincapié en las fórmulas ofrecidas por el Plan Extraordinario de Infraestructuras.

Se presentan una serie de cuestiones que serán respondidas a lo largo de este Capítulo:

- ¿Cuáles son los beneficios económicos de la política de provisión de infraestructuras?
- ¿Cuál ha sido la evolución reciente de esta política en España?
- ¿Qué nuevos retos se afrontan en el medio plazo ante el escenario de presupuestos restrictivos actual?
- ¿Cómo puede cuantificarse el impacto de la reducción de recursos disponibles para la financiación pública de infraestructuras?
- ¿Qué soluciones alternativas existen para la financiación de infraestructuras en un entorno restrictivo?

La inversión pública en infraestructuras tiene un papel fundamental en la política económica. Por una parte puede considerarse como una de las principales políticas económicas de demanda en manos de las Administraciones Públicas en épocas de crisis, que pueden emplear este instrumento como factor anticíclico en un entorno económico en recesión como el actual. Por otra parte, es uno de los elementos fundamentales de las políticas de oferta, ya que la inversión en infraestructuras contribuye a reducir los costes de producción en el medio-largo plazo, con el consiguiente incremento de competitividad.

Existe una amplia base científica, tanto a nivel mundial como español, de estudios macroeconómicos sobre los efectos de la inversión en infraestructuras en la economía nacional.

En la década de los ochenta aparecen los principales estudios empíricos de referencia que sirvieron de base a las líneas de investigación actuales. Así Aschauer (1989) logra desarrollar una función trivariable de producción agregada del tipo Cobb-Douglas en la que se incorpora el stock de capital público productivo a las dos variables clásicas de crecimiento, el stock de capital privado y el trabajo. Este trabajo obtuvo una gran repercusión científica, dado el interés que despertó su teoría según la cual aproximadamente el 60% de la ralentización de la economía estadounidense entre 1970 y 1980 se había debido al descenso en la inversión pública en infraestructuras.

Una segunda línea investigadora comenzó a desarrollarse siguiendo la estela de la teoría de la dualidad y las funciones de costes empleadas por Diewert (1986). Esta segunda línea investigadora aportó la posibilidad de modelizar el proceso de toma de decisiones de las empresas privadas, guiado por la minimización de la función de costes, tanto en el largo como en el corto plazo. Permite filtrar la interrelación existente entre los distintos factores de producción, respondiendo a preguntas como cuál es el nivel de ahorro obtenido por las empresas privadas por cada unidad monetaria que se invierte en infraestructuras. Entre las principales aportaciones de este enfoque destacan Berndt y Hansson (1991), y Lynde y Richmond (1992). Los resultados de esta línea marcan unos coeficientes de correlación (elasticidad) menores entre inversión en infraestructuras y crecimiento económico, pero aún así consistentemente positivos.

A nivel español, también abundan tanto las aportaciones aplicadas a la economía nacional (Argimón et al., 1994, Bajo y Sosvilla, 1993, Fernández, 1999, García-Fontes y Serra, 1994, o González-Páramo, 1995), como a nivel autonómico (García-Fontes y Serra, 1994, Mas et al., 1996, o Dabán y Lamo, 1999). Por regla general, muestran elevadas elasticidades del crecimiento económico frente a la inversión en infraestructuras, destacando por tanto el impacto beneficioso de dicha inversión en la economía española.

De forma más reciente, Sánchez (2000) muestra la correlación detectada entre el incremento de la inversión pública y el “*output gap*”, o diferencia entre el PIB real observado y el PIB potencial de la economía, entendido como producción con plena utilización de la capacidad productiva. Así, pone de manifiesto el exceso inversor durante el periodo 1988-1990, o la

infrainversión de 1994 a 1997, con el correspondiente impacto negativo en la economía nacional.

Pero hasta este momento las líneas de investigación en España se habían centrado en los efectos positivos de un incremento del stock de capital público en la producción agregada, quizás obviando la cuestión de cómo se financian dichas infraestructuras, ya que la financiación con cargo a fondos públicos conlleva una mayor carga impositiva que afectará a la renta disponible, así como a las decisiones de ahorro y consumo de los individuos. Sólo en la última década trabajos como Alonso-Carrera et al (2004) han introducido el modo de financiación de las infraestructuras como componente de la rentabilidad social de las mismas. El recurso a la titulación de infraestructuras desarrollado en esta Tesis, en tanto representa inversión de la iniciativa privada, permite continuar el esfuerzo inversor sin resultar una carga en las cuentas públicas.

Un enfoque alternativo en el estudio del impacto de las infraestructuras sería el de modelos de tipo microeconómico, que prestan atención a los efectos que las infraestructuras generan en una gran parte de la población, por ejemplo a través del análisis del ahorro de tiempos o de las mejoras medioambientales.

Desde el ámbito profesional también se apuntan conclusiones similares sobre el impacto positivo en términos macroeconómicos de la inversión en infraestructuras. Así, según el informe de SEOPAN (2009), inversiones en infraestructuras equivalentes al 1% del PIB se traducen en la creación de 117.500 nuevos puestos de trabajo y en retornos fiscales del 0,56% del PIB.

En síntesis, es necesario apuntar que a pesar de la diversidad de teorías científicas sobre el efecto de las infraestructuras públicas en la productividad de una determinada economía, el denominador común es el efecto positivo que dichas infraestructuras representan en la producción, difiriendo únicamente en la elasticidad output de dicho impacto.

### **3.2. LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURAS EN ESPAÑA**

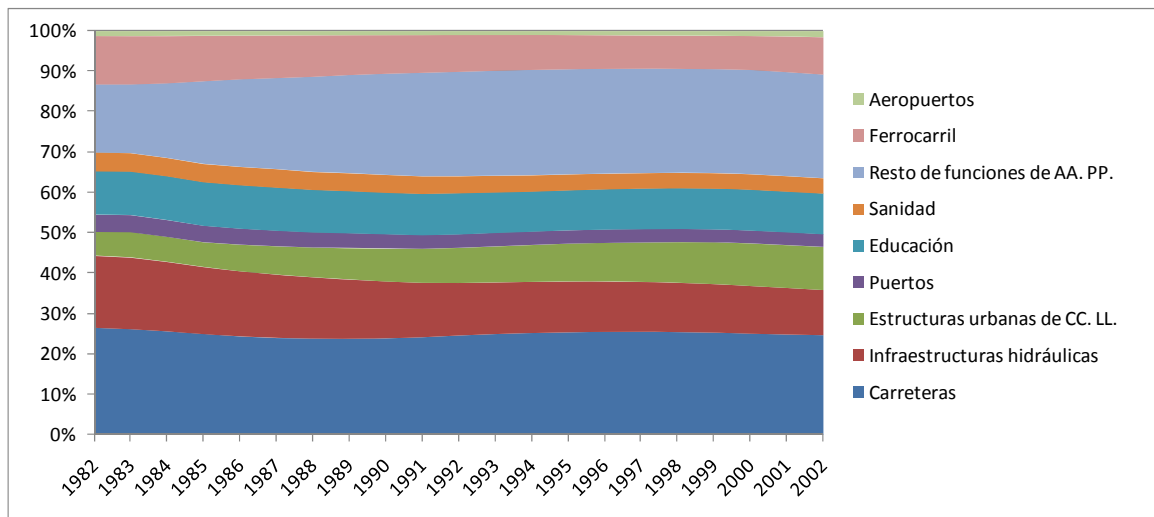
La política de inversión en infraestructuras en España se ha caracterizado por lograr un razonable equilibrio entre la consecución de un esfuerzo inversor elevado y el rigor

presupuestario debido. A pesar de que es en la coyuntura actual cuando más presente se hace esta necesidad, España cuenta en su haber con la experiencia de ajuste realizada con motivo de la firma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 1997 como paso previo a la incorporación de España a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

No obstante, nuestro país ha vivido un ciclo expansivo en la inversión en infraestructuras que abarca prácticamente las últimas dos décadas. Según Mas et al. (2007), las infraestructuras de transporte concentran la mayor parte del capital público no residencial en España, representando el 42,8%, seguidas por la inversión en infraestructuras hidráulicas y urbanas (ambas suman el 23,9%), mientras la educación y la sanidad representan el 14,3%. Así pues, buena parte del esfuerzo inversor público en España ha estado vinculado a las infraestructuras.

La importancia del peso de las infraestructuras sobre el total de la inversión pública en España queda reflejada en la Figura 3.1, que muestra la evolución del peso de cada sector dentro del stock de capital neto público.

**Figura 3.1: Stock de capital neto público 1982-2002**



*Fuentes: elaboración propia a partir de datos de la Fundación BBVA-IVIE (los años 2001 y 2002 muestran avances provisionales)*

El peso de las infraestructuras dentro de la inversión pública en España ha sido predominante y relativamente estable durante los veinte años contemplados en la Figura 3.1, a pesar de haber descendido del 68% observado en 1982 hasta el 61%. Este leve descenso se debe al aumento del peso del resto de funciones de las Administraciones Públicas en la sociedad española.

El principal brazo impulsor del desarrollo de las infraestructuras en España ha sido el denominado Grupo Fomento, término que comprende un conjunto de agentes de diversa naturaleza jurídica. El Grupo engloba al Ministerio de Fomento, como órgano de la Administración General del Estado y encargado del planeamiento integral de las infraestructuras, así como a una serie de Organismos Públicos según lo estipulado por la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado. Entre éstos, el Grupo está compuesto en primer lugar de Organismos Autónomos y de la Agencia Estatal de Seguridad Aérea (AESA). El Grupo lo completan las Entidades Públicas Empresariales y las Sociedades Mercantiles Estatales que dependen directamente del Departamento, orgánica o funcionalmente.

El diseño de este esquema ha pretendido aislar aquellas áreas sectoriales que podían financiarse mayoritariamente a través de los ingresos comerciales obtenidos de la explotación de los medios de transportes bajo su gestión. Surgen así el Ente Público Puertos del Estado, RENFE-Operadora, el Administrador de Infraestructuras Ferroviarias (ADIF) y la Agencia Estatal de Seguridad Aérea (AESA). La Sociedad Estatal de Infraestructura del Transporte (SEITT), que se creó para canalizar inversiones en infraestructuras, es considerada por EUROSTAT como una entidad instrumental, por lo que sus inversiones computan a déficit público en el momento de ejecutarse.

El peso de estos entes en el total del Grupo queda de manifiesto al comparar las obligaciones reconocidas de inversiones reales. El Anuario Estadístico (2008) contempla una cifra provisional de inversión real del Ministerio de Fomento de 5.427 millones de euros, apenas algo superior a la inversión real sólo de ADIF para ese mismo ejercicio (5.250 millones de euros).

El Ministerio de Fomento coordina la política de provisión de infraestructuras de acuerdo a las directrices establecidas por el Plan Estratégico de Infraestructuras de Transporte (PEIT) con un horizonte 2020.

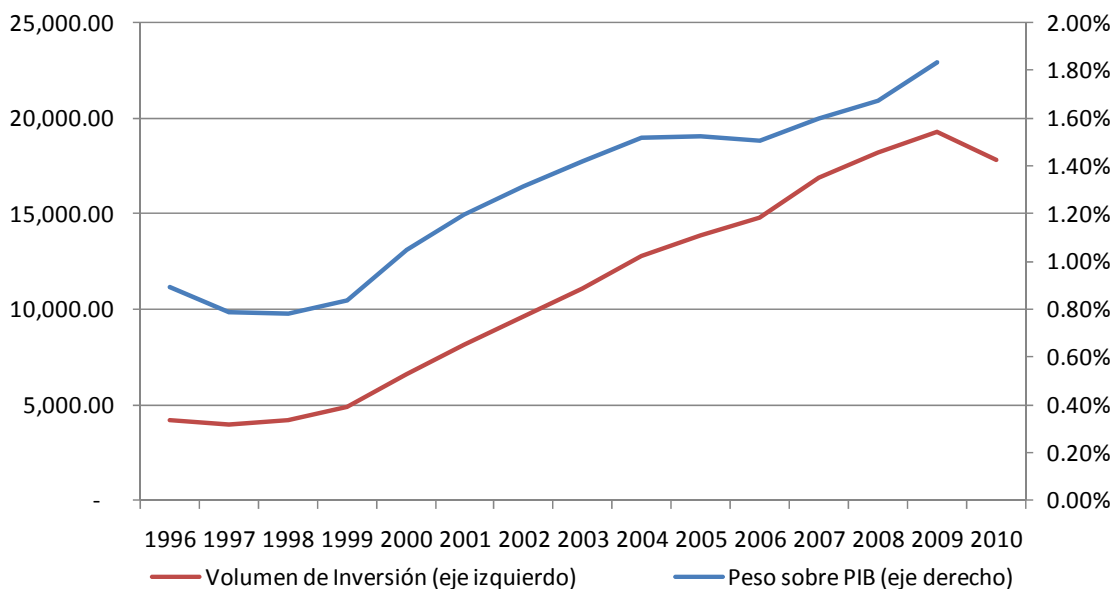
En el año 2009, el 51,4% de la financiación del Grupo Fomento correspondía tanto a ingresos generados por estas entidades (destacando AENA con 3.300 millones de euros), así como al empleo de la tesorería acumulada por algunas de estas entidades (fundamentalmente ADIF y SEITT), de acuerdo a Palacios y Herrera (2009). El incremento del endeudamiento de las

Sociedades del Grupo en 2009 ascendía a 3.422 millones de euros, el 11,1% del total de operaciones, y se localizaba fundamentalmente en AENA (1.175 millones de euros) y ADIF (1.075 millones).

La financiación de infraestructuras con cargo a los presupuestos del Ministerio de Fomento se realiza por imputación al Capítulo 6 (Inversiones Reales) o al Capítulo 7 (Transferencias de Capital). En el caso de que sea la propia Administración Central la encargada de gestionar la ejecución de la infraestructura, se trataría de un cargo al Capítulo 6, mientras que las aportaciones de recursos a otros organismos, tanto públicos como privados, para que sean éstos los que ejecuten las infraestructuras estaría contemplado en el Capítulo 7.

La Figura 3.2 recoge la serie histórica de las inversiones reales del Grupo del Ministerio de Fomento según los Presupuestos Generales del Estado (Capítulo 6).

**Figura 3.2: Inversión Real del Grupo Fomento según los Presupuestos Generales del Estado, en millones de euros y peso sobre PIB**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de los Presupuestos Generales del Estado y de la Contabilidad Nacional*

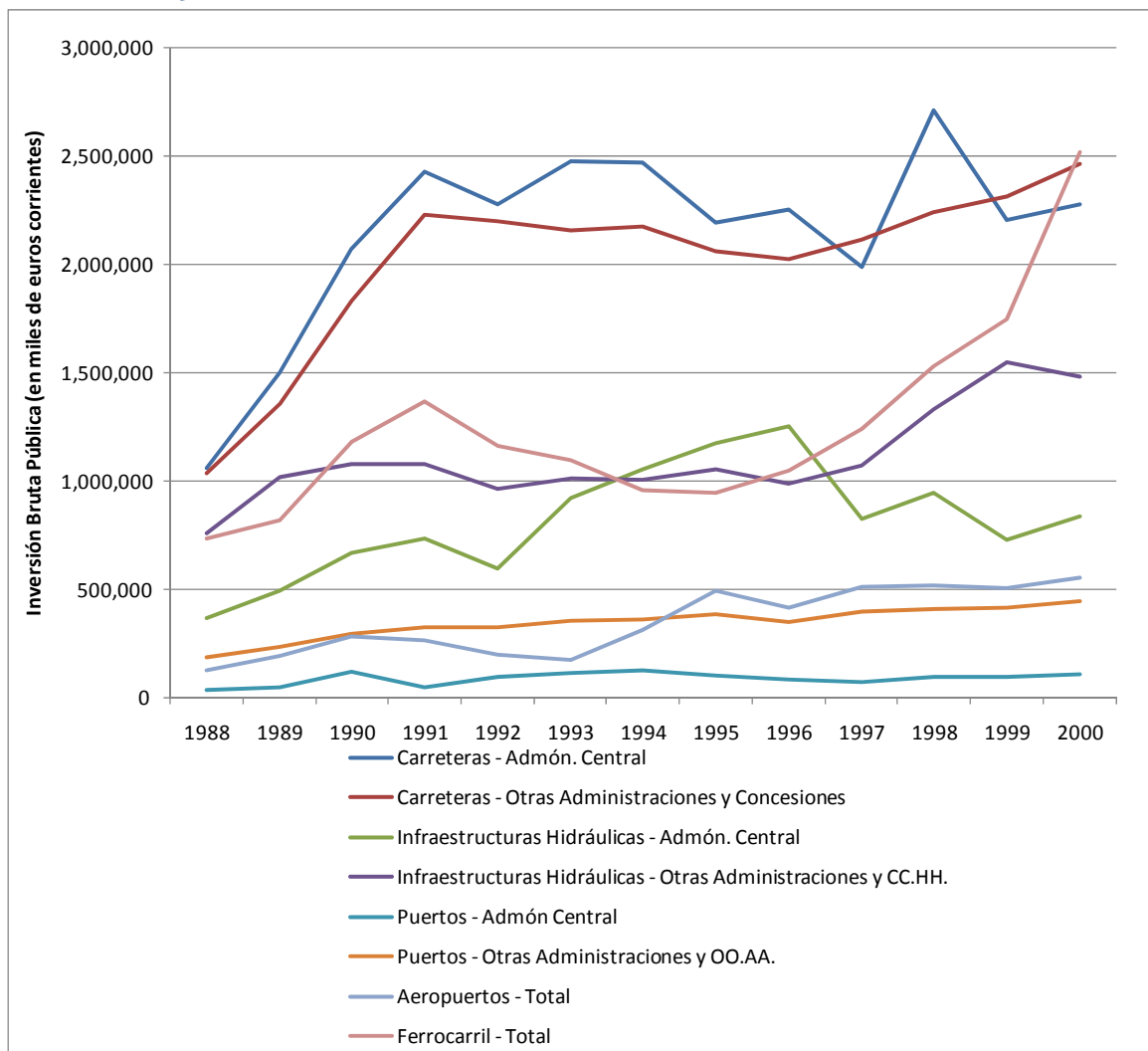
El análisis de las cifras presupuestarias pone de manifiesto que las inversiones públicas en infraestructuras a cargo del Grupo Fomento truncarán por primera vez en 2010 su senda ascendente iniciada en los años noventa. La cifra correspondiente a 2010 ya aparece corregida



de acuerdo a los planes de ajuste anunciados en 2010 que serán mencionados con posterioridad.

Profundizando en el reparto de la inversión por medio de transporte, y a través del análisis de la base de datos de la Fundación BBVA-IVIE, es posible determinar cómo ha evolucionado dicho reparto a nivel nacional en España hasta el año 2000 (última observación disponible).

**Figura 3.3: Inversión bruta a nivel nacional realizada por el sector público en España por sector y agente (en miles de euros corrientes)**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Fundación BBVA-IVIE

Las dos principales conclusiones que pueden extraerse en relación a la evolución de la inversión pública en infraestructuras son las siguientes:

- Desde el punto de vista del agente inversor, destaca la disminución de la preponderancia de la Administración Central, aumentando por el contrario el esfuerzo inversor de otras Administraciones Públicas, principalmente las Comunidades Autónomas.
- Desde el punto de vista modal, los ferrocarriles han experimentado una importante dinamización desde mediados de los años noventa, frente a la evolución mucho más estable del resto de modos de transporte.

Complementando este segundo punto, el 71% de las inversiones en infraestructura ferroviaria previstas en los Presupuestos Generales del Estado para el año 2010 corresponden a la alta velocidad.

A pesar de que la base de datos de la Fundación BBVA-IVIE no contempla las observaciones de los ejercicios más recientes, se puede acudir a los Presupuestos del Grupo Fomento con el objeto de certificar esta tendencia en la actualidad. La Tabla 3.1 expone el reparto en el ejercicio de 2010 de la inversión por modo de transporte, corroborando en efecto la tendencia ya adelantada en los datos de BBVA-IVIE.

**Tabla 3.1: Operaciones de capital inicialmente previstas en el Grupo del Ministerio de Fomento para el ejercicio 2010 (en millones de euros)**

MODO DE TRANSPORTE	IMPORTE
Aeropuertos	1.868,3
Ferrocarriles	10.190,8
Puertos	1.509,0
Carreteras	5.724,5

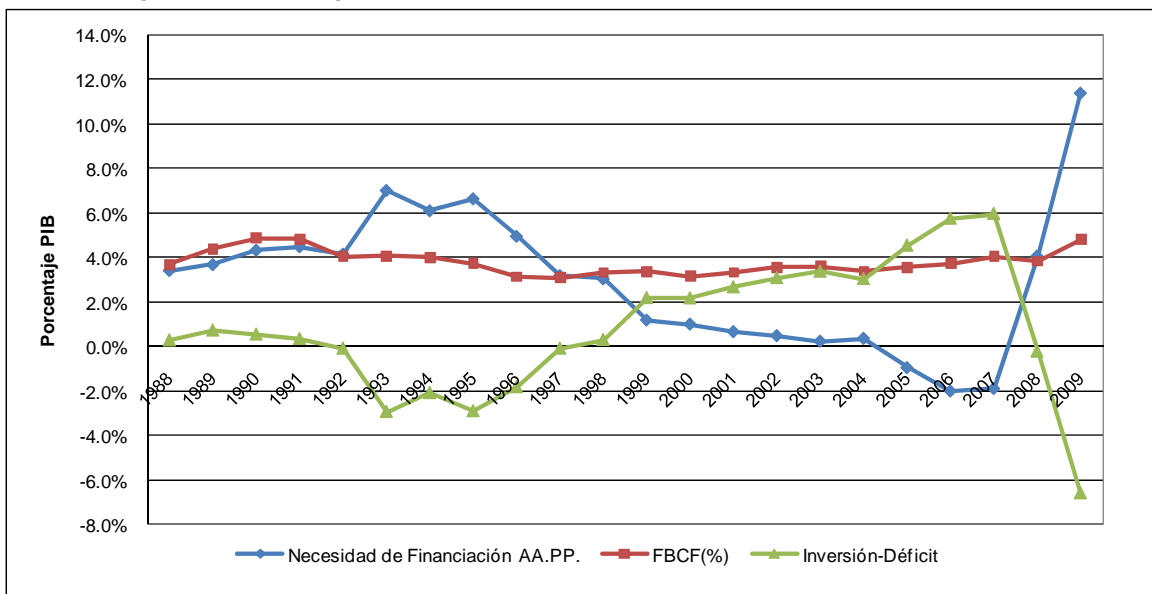
*Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2010*

Uno de los pilares de una política presupuestaria sostenible es la denominada Regla de Oro de las Administraciones Públicas, según el término empleado por Folgado y Sánchez (1999). Este principio sostiene que el déficit público debe ser inferior a la inversión pública. Si la finalidad del déficit es financiar inversión pública, y si dicha inversión pública está sujeta a un planteamiento de racionalidad, la expectativa del incremento de la renta generado por dicha inversión puede considerarse como aceptable dentro de la política presupuestaria. Por el contrario, un déficit

público superior a la inversión pública, equivaldría generalmente a un endeudamiento destinado a la financiación del gasto corriente.

Actualizando el estudio de Folgado y Sánchez (1999) con datos de Contabilidad Nacional para la última década, observamos el grado de cumplimiento de esta regla en la Figura 3.4.

**Figura 3.4: Evolución del déficit público, la Formación Bruta de Capital Fijo y la diferencia entre ambos conceptos en porcentaje del PIB (1988-2009)**



Fuente: Contabilidad Nacional de España (INE)

La Figura 3.4 muestra cómo la denominada Regla de Oro se incumplió durante la anterior recesión en clave nacional (1993-1996), mientras que desde 1997 a 2007 se ha cumplido con cada vez mayor margen. En el año 2008 se produjo un punto de inflexión que desemboca en la escalada del déficit en el año 2009, donde la inversión pública no llega a representar ni siquiera la mitad del déficit público incurrido. A partir de este momento, van a producirse en España una serie de ajustes en los recursos públicos disponibles para la inversión en infraestructuras que cierran el ciclo expansivo de las últimas dos décadas y que hacen necesario un replanteamiento integral de la política de infraestructuras en España.

### 3.3. EFECTOS DEL AJUSTE PRESUPUESTARIO EN LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURAS

Una de las consecuencias de mayor calado de la crisis que afecta a las distintas economías mundiales desde la segunda mitad de 2007 es el significativo deterioro de las finanzas públicas. En nuestro país, la necesidad de corregir esta situación, según lo estipulado en el marco presupuestario nacional y en la normativa comunitaria (Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como en las Directrices Integradas y conclusiones emitidas por el Consejo ECOFIN), conlleva una fuerte restricción en los presupuestos públicos de España durante los próximos ejercicios.

La indicación más clara sobre la necesidad de austeridad presupuestaria en los Estados Miembros de la Unión Europea la refleja la Recomendación del Consejo de 2 de diciembre de 2009, que establece el calendario para la contención del exceso de déficit sobre el techo permitido (3% del PIB) como muy tarde en 2013.

La senda de restricción en el gasto comienza con los Presupuestos Generales del Estado de 2010, pero recientemente esta estrategia ha sido reforzada mediante la aprobación del Plan de Acción Inmediata con objetivo 2010, así como del Plan de Austeridad 2011-2013. Este Plan fija como objetivo una reducción en el gasto durante el periodo equivalente al 3,8% del PIB.

El Plan de Acción Inmediata, según lo anunciado el 12 de febrero de 2010, contemplaba una reducción en los Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio de 5.000 millones de euros, a través de acuerdos de no disponibilidad. La distribución de la declaración de no disponibilidad cuantificó en 1.759,6 millones de euros la reducción en el presupuesto del Ministerio de Fomento para el ejercicio 2010. No obstante, y de acuerdo a la descomposición publicada por el Ministerio de Economía y Hacienda, el recorte en la inversión pública para el ejercicio 2010 ascendía a 490 millones de euros (Capítulo 6 del Presupuesto), siendo la partida de activos financieros (Capítulo 8 del Presupuesto) la que sufrió el 70% del recorte presupuestario.

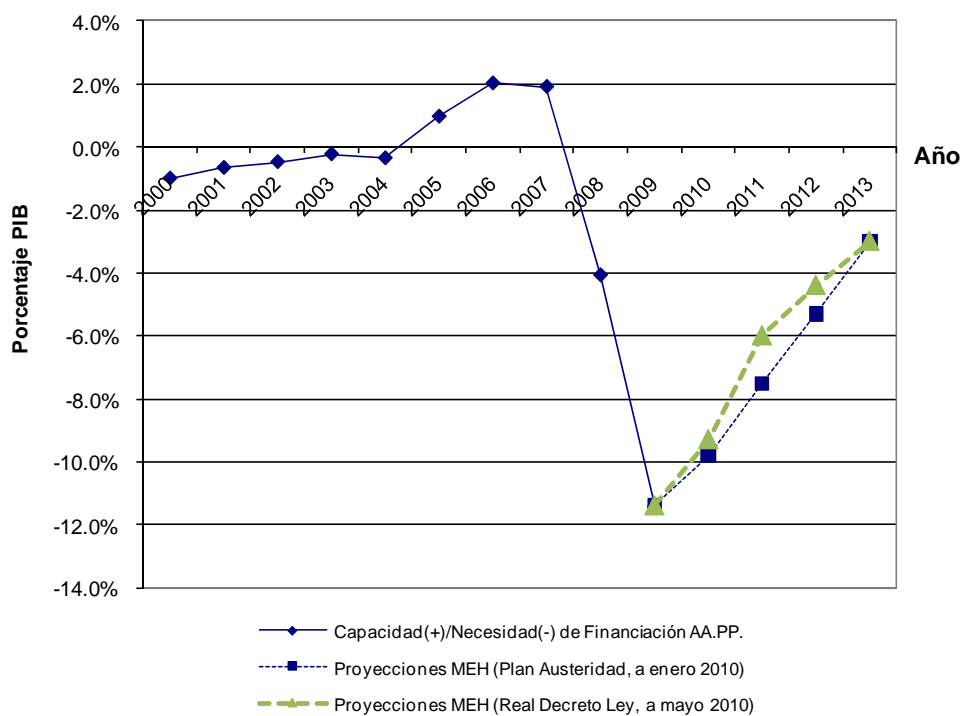
De forma adicional, en mayo de 2010 se anunció la decisión de anticipar la reducción del déficit inicialmente prevista en 5.000 millones de euros adicionales en 2010 y 10.000 millones de euros en 2011. Frente a la senda inicialmente prevista en el Plan de Austeridad 2011-2013, la aprobación del Real Decreto-ley 8/2010, de 20 de mayo, por el que se adoptan medidas

extraordinarias para la reducción del déficit público pretende acelerar la reducción de éste durante el bienio 2010-2011.

En esta segunda reducción, el Ministerio de Fomento experimentó un recorte adicional al de la declaración de no disponibilidad de al menos 1.500 millones de euros durante 2010, contabilizando la reducción presupuestaria un mínimo de 3.200 millones de euros en 2010, ajuste que previsiblemente no será inferior en 2011 y con consecuencias en ejercicios posteriores<sup>3</sup>.

Tal como se ha señalado con anterioridad, uno de los grandes objetivos de la política económica en los próximos años será la contención del gasto hasta lograr el objetivo de un déficit público no superior al 3% en 2013, como refleja la Figura 3.5.

**Figura 3.5: Evolución del déficit de las Administraciones Públicas en España**



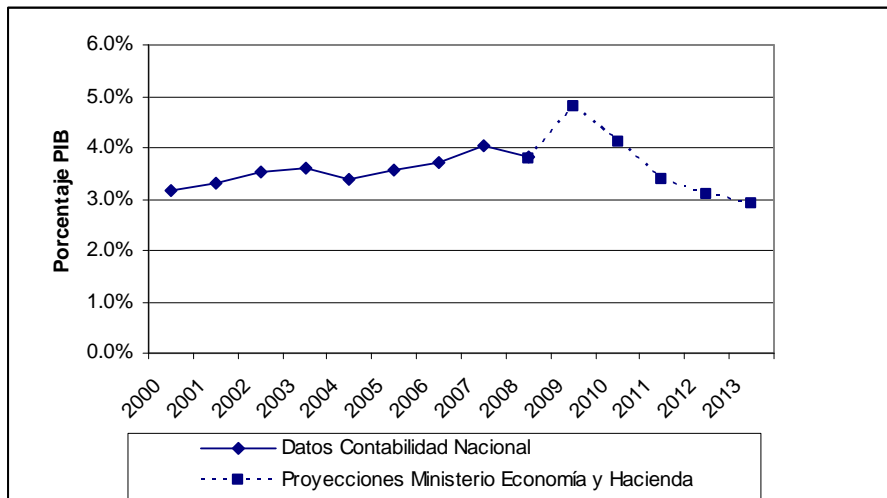
Fuente: Contabilidad Nacional de España (INE), Plan de Austeridad 2011-2013 y R.D.L. de 20 de mayo de 2010

<sup>3</sup> Intervención del Ministro de Fomento ante el Pleno del Congreso de los Diputados, Diario de Sesiones, sesión plenaria nº 33, 19 de mayo de 2010.

Se trata por tanto de lograr una contención del déficit desde el 11,4% del PIB (ejercicio 2009) hasta el 3,0% en 2013. Este objetivo tendrá como consecuencia un impacto especial en la ralentización de las inversiones en infraestructuras al ser la Formación Bruta de Capital Fijo (junto a “Otros Gastos”) una de las principales afectadas entre las componentes del gasto.

A la luz de la estrategia presupuestaria de los próximos años, las inversiones públicas en infraestructuras se verán afectadas, tanto a nivel nacional como regional. De acuerdo con el Plan de Austeridad 2011-2013, el peso de la inversión pública sobre el PIB en 2013 será del 2,9%. La Figura 3.6 recoge la comparativa entre el peso del incremento de la Formación Bruta de Capital Fijo de las cuentas del sector Administraciones Públicas en el Producto Interior Bruto según refleja la Contabilidad Nacional de España (Cuadros Contables 2000-2008) frente a las estimaciones del Plan de Austeridad 2011-2013.

**Figura 3.6: Evolución del incremento de la Formación Bruta de Capital Fijo en las Cuentas Públicas**



Fuente: Contabilidad Nacional de España (INE) y Plan de Austeridad 2011-2013

Ante la comparativa entre los datos estadísticos recientes y las proyecciones del Plan de Austeridad 2011-2013, puede concluirse que el peso de la inversión pública sobre el PIB será en 2013 el menor de toda la serie histórica, suponiendo una reducción del 24% respecto al nivel de inversión pública acometido en 2008.

El análisis de las cifras presupuestarias ya mostradas con anterioridad en la Figura 3.2 puso de manifiesto que las inversiones públicas en infraestructuras a cargo del Grupo Fomento truncan por primera vez en 2010 su senda ascendente iniciada en los años noventa.

Finalmente, otro elemento a considerar en la disminución de recursos públicos disponibles es el descenso en los fondos europeos asignados a España, que financiaron el 22% de las inversiones en infraestructuras acometidas en el periodo 2000-2006 (SEOPAN 2009). La Tabla 3.2 pone de manifiesto la reducción en los recursos europeos asignados a España.

**Tabla 3.2: Recursos Europeos recibidos por España (millones de euros 2004)**

	1994-1999	2000-2006	2007-2013
Fondos Estructurales	41.080	49.569	28.207
Fondos de Cohesión	9.574	12.322	3.250

*Fuente: Dirección General de Fondos Comunitarios, Ministerio de Economía y Hacienda*

Se pone así de manifiesto la reducción de los fondos europeos, que en el periodo 2007-2013 sufrieron una reducción del 49% frente a las ayudas recibidas en el periodo 2000-2006. Esta reducción en los recursos públicos disponibles hace aún más difícil el mantener los niveles actuales de inversión pública en infraestructuras en España.

El resultado global de esta serie de medidas de ajuste en los recursos públicos destinados a obra pública se traducirá durante los próximos años en una reducción de la inversión pública en infraestructuras, la demora en los plazos previstos de finalización de obras en curso, la suspensión temporal de actuaciones o el retraso en la licitación de las mismas, así como la anulación de contratos en vigor.

### 3.4. PLAN EXTRAORDINARIO DE INVERSIONES

En abril de 2010 se dio a conocer el denominado Plan Extraordinario de Inversiones (PEI), marco mediante el cual el Ministerio de Fomento pretende introducir una inversión adicional en infraestructuras por un volumen total de 17.000 millones de euros en el horizonte temporal 2010-2011. De consumarse este nivel de inversión extraordinaria, equivaldría a un esfuerzo

inversor del 0,85% del PIB anual en cada uno de los dos ejercicios. Esta inversión deberá llevarse a cabo mediante fórmulas de colaboración público-privada. Las principales fórmulas de colaboración público-privada previstas por la Ley de Contratos del Sector Público de 2007 son el contrato de concesión de obra pública, y el contrato de colaboración entre el sector público y el sector privado.

Este nivel de esfuerzo privado debe ser puesto en relación con el esfuerzo inversor público, según lo señalado en la Figura 3.2, que muestra cómo el esfuerzo inversor del Ministerio de Fomento mediante recursos presupuestarios se sitúa en el entorno del 1,5% del PIB. Así, de acuerdo al PEI, sería preciso que la iniciativa privada movilizase más de la mitad de la inversión pública en infraestructuras prevista por el Ministerio de Fomento durante los ejercicios 2010 y 2011.

La propuesta inicial del PEI establece de forma general que aproximadamente el 70% del volumen de inversión prevista se destinará a las redes ferroviarias, haciendo mención tanto a la red de altas prestaciones como al transporte ferroviario de mercancías. El restante 30% se destinaría a la mejora de las infraestructuras viarias, incluyendo mejoras en el transporte colectivo por carretera. Por el contrario, las infraestructuras portuarias y aeroportuarias no aparecen dentro de las guías generales del PEI, en buena medida motivado por el alto nivel de inversión ya ejecutado en estas infraestructuras del transporte en la última década. En referencia a las infraestructuras portuarias, sí que se priorizan los accesos terrestres a los puertos de Barcelona, Algeciras, Castellón y principales puertos de Galicia<sup>4</sup>.

El principio básico que rige la política de inversiones en infraestructuras, tal como atestigua el propio PEI, es el lograr movilizar los recursos necesarios sin comprometer la estabilidad presupuestaria. Al optar por la colaboración público-privada, en concreto por el modelo concesional, el PEI establece que el pago de la construcción de las infraestructuras recaerá inicialmente en las empresas especializadas en la construcción y explotación de obras públicas. El sector de la construcción deberá lograr fuentes de financiación para estos proyectos. Coincide en el tiempo la puesta en funcionamiento de estos planes que potencian la

---

<sup>4</sup> Intervención del Ministro de Fomento ante el Pleno del Congreso de los Diputados, Diario de Sesiones, sesión plenaria nº 165, 16 de junio de 2010



colaboración público-privada con la nueva adecuación legal para la financiación de los concesionarios de obra pública, actualmente plasmada en el Proyecto de Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas. Es previsible que coincidan en el tiempo la promulgación de la nueva Ley con la licitación de los primeros proyectos dentro del PEI. El Proyecto de Ley contempla que los concesionarios de obras públicas deberán financiar con fondos propios un mínimo del 10% de la inversión. Con independencia del porcentaje mínimo de fondos propios exigidos, se pone de manifiesto el importante papel que juega en la consecución de los objetivos de inversión el sector financiero, en tanto las entidades financieras deberán aportar hasta un 80% de financiación (el PEI estima una aportación media de recursos propios del 20%) para lograr la puesta en marcha de estos proyectos. En un entorno económico general afectado por la restricción del crédito, es necesario poner en marcha las medidas adecuadas a efectos de facilitar a las sociedades concesionarias españolas el acceso al crédito.

Con independencia de la financiación inicial de las infraestructuras por parte de las sociedades concesionarias, lo realmente relevante desde el punto de vista de la estabilidad presupuestaria es la modalidad de pago a estas sociedades previsto en el PEI, que diferirá según se trate de ferrocarriles o carreteras.

El modelo concesional para las infraestructuras no ferroviarias contempla que el Estado pagará a las sociedades concesionarias un canon único en contraprestación por la inversión, conservación y el mantenimiento de las infraestructuras. Los plazos concesionales en carreteras son, con carácter general, de 30 años.

En el caso de las infraestructuras ferroviarias, gestionadas por ADIF, el modelo contemplado prevé el pago del 50% de la inversión durante el periodo de ejecución de la obra, mientras el restante 50% se pagaría a través del canon a lo largo del periodo concesional de cada infraestructura ferroviaria.

La práctica contable recogida por Eurostat (2004) requiere que exista una transferencia efectiva del riesgo operativo y del beneficio económico para que la inversión en infraestructuras no compute como déficit público. La principal clave para valorar si una determinada inversión en

infraestructuras computa como déficit público exige la transmisión efectiva a la parte privada de los riesgos inherentes al contrato.

En el caso concreto del esquema propuesto por el PEI, el concesionario afronta el riesgo de construcción (desviación respecto al presupuesto inicial de obra estimado, consecución de financiación durante el periodo de desarrollo de las obras...) así como el riesgo de disponibilidad. Por regla general, la Administración Pública licitante debe estimar una serie de indicadores objetivos sobre los que realizará un seguimiento periódico. Estos indicadores determinarán en última instancia el importe del canon a pagar a la empresa concesionaria.

Debe resaltarse que, según lo establecido en la presentación del PEI, no parece que vaya a existir transferencia alguna del riesgo de demanda, es decir, la retribución de la sociedad concesionaria a través del mencionado canon no estará ligada al volumen de tráfico de la infraestructura. La propia presentación justifica esta decisión en cuanto a que el riesgo de demanda está *“ligado a la coyuntura del tráfico y, por tanto, a los avatares del ciclo económico, porque dificultaría el acceso a los mercados financieros”*. Este planteamiento hace que ni Administración ni sociedad concesionaria soporten penalización alguna en proyectos que no generen un uso suficiente de la infraestructura.

El esquema diseñado permite aplazar la repercusión sobre las cuentas públicas hasta 2014, cumpliendo con el objetivo central ya señalado con anterioridad de permitir la continuidad de la inversión en infraestructuras sin por ello comprometer la disminución del déficit público para 2013 según el Plan de Austeridad 2011-2013.

A pesar de este planteamiento, es un error entender estas fórmulas como carentes de impacto en las cuentas públicas. Efectivamente permiten el diferimiento en el tiempo hasta el ejercicio presupuestario en que dichas infraestructuras se pongan en servicio, pero a partir de este instante las cuentas públicas soportarán como gasto la carga del pago del canon de todas las infraestructuras desarrolladas con este esquema entre 2010 y 2011. Empleando las propias palabras recogidas en la presentación del PEI, *“el coste de las infraestructuras lo asumirán solidariamente todas las generaciones que lo van a disfrutar”*. Este planteamiento vuelve a poner de manifiesto la duda sobre si realmente el Sector Público cree en la equidad y eficiencia

económica del esquema concesional, o si por el contrario lo acepta únicamente como un mal necesario al que recurre de manera masiva ante situaciones de escasez presupuestaria.

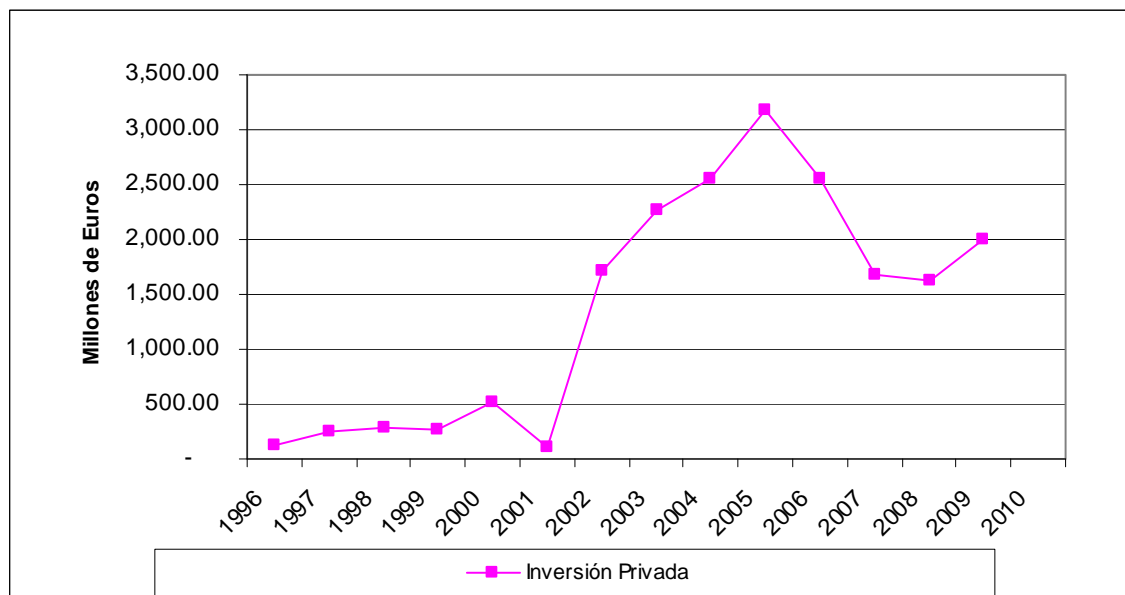
Frente al modelo concesional basado en el cobro de un peaje al usuario de la infraestructura, el único que garantiza la consecución de infraestructuras con un impacto nulo o muy limitado en las cuentas públicas, el modelo de pago de un canon por parte del Estado no hace sino retrasar en el tiempo el impacto de la inversión en las cuentas públicas. Este diferimiento en el tiempo hace que esta fórmula tenga similitud con el denominado método alemán, o pago aplazado hasta la finalización de las obras, si bien en el caso que nos ocupa la retribución de la sociedad concesionaria no está perfectamente determinada a priori, al estar ligada a criterios de disponibilidad de la infraestructura. Sería aún más similar al caso del peaje sombra, cuyas implicaciones contables son abordadas en Pina y Torres (2004).

De este modo, licitaciones realizadas en la actualidad comprometerán recursos futuros del Ministerio de Fomento, si bien con un impacto limitado. De acuerdo a las estimaciones realizadas en la presentación del Plan, la carga total que deberá soportar el Ministerio de Fomento como consecuencia del pago del canon de todas las obras será del 8% del presupuesto anual a partir de 2014.

### **3.5. INVERSIÓN PRIVADA**

La fuerte restricción presupuestaria anteriormente descrita, junto con la necesidad de mantener el esfuerzo inversor en infraestructuras como coadyuvante del crecimiento económico en España, convierte ahora más que nunca a la financiación privada de infraestructuras en la alternativa más viable para superar con éxito la presente coyuntura.

La Figura 3.7 recoge la evolución del volumen de inversión privada en infraestructuras del transporte en nuestro país, fundamentalmente conformado por concesiones de autopistas y portuarias, bajo la fórmula de contratos de concesión de obra pública.

**Figura 3.7: Inversión privada en infraestructuras en España**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento

Frente a la trayectoria ascendente de la inversión pública en infraestructuras hasta 2009 que mostraba la Figura 3.2, la inversión privada denota una trayectoria mucho más errática. En términos relativos, el peso de la inversión privada en infraestructuras ha pasado de significar cerca del 20% de la inversión total en 2004 a menos del 10% en 2009.

La práctica contable recogida por Eurostat (2004) para los proyectos de colaboración público-privada requiere que exista una transferencia efectiva del riesgo operativo y del beneficio económico para que la inversión en infraestructuras no compute como déficit público. La principal clave para determinar si una determinada inversión en infraestructura computa como déficit público exige la transmisión efectiva a la parte privada de los riesgos inherentes al contrato.

Las actuales líneas investigadoras coinciden en señalar el atractivo de la financiación privada de infraestructuras, siempre y cuando las actuaciones correspondientes estén sometidas a un escrutinio público metódico que garantice dicho “*Value for Money*” (Committee of Public Accounts, 2003).

Engel et al. (1996) y De Rus et al. (2000) sostienen que, salvo en presencia de externalidades y problemas de información, un proceso de concurso público donde exista competencia

efectiva entre empresas privadas dará lugar a una situación eficiente, en el sentido de que el valor presente de los peajes minimizará las rentas derivadas de la situación de explotación de monopolio del concesionario, a la vez que se garantiza la explotación del servicio si la demanda es la suficiente para cubrir sus costes. En la misma línea, Rebollo y Martínez (2010) defienden las Asociaciones Público Privadas como una vía con sentido propio en cuanto a lo que pueden aportar como modo de gestión, con una carestía relativa en tanto representan el precio a pagar por la transferencia de riesgos y la mayor certidumbre presupuestaria.

El interés por elevar la participación del sector privado en la financiación de infraestructuras en España queda reflejado expresamente en los objetivos de las planificaciones más recientes de la Administración Central. Del total de inversión prevista para el Plan de Infraestructuras de Transporte 2000-2007, se pretendía que aproximadamente el 20% de la inversión total fuese iniciativa del sector privado a través de contratos de concesión de obra pública. El mismo objetivo fija el actual Plan Estratégico de Infraestructuras y Transportes (PEIT).

Esta apuesta se confirmó más recientemente en abril de 2010 con el Plan Extraordinario de Inversiones (PEI), marco mediante el cual el Ministerio de Fomento pretende introducir una inversión adicional en infraestructuras por un volumen total de 17.000 millones de euros en el horizonte temporal 2010-2011, mediante fórmulas de colaboración público-privada.

La importancia de la inversión privada en el sector de las infraestructuras es significativa incluso a nivel europeo, representando el 11% del total de inversiones en colaboración público-privada en Europa, de acuerdo a datos de Macquarie Equities Research y Thomson Financial.

Es precisamente este requerimiento el que obliga a las empresas privadas del sector a desarrollar una capacidad financiera suficiente que facilite la adjudicación de obras públicas y la explotación de infraestructuras sin recibir un pago inmediato por parte de la Administración Pública.

Una condición necesaria para activar la inversión privada en infraestructuras es el acceso del sector privado al crédito. Se hace por tanto necesario conocer las fuentes de financiación a las que recurren de forma habitual las empresas españolas en general, y las sociedades concesionarias en particular. Por añadidura, el acceso al crédito encuentra dificultades en la

coyuntura actual, de forma que es preciso explorar alternativas de financiación. Éstas serán por tanto las siguientes cuestiones a considerar dentro de la metodología propuesta en esta Tesis Doctoral.

# CAPÍTULO 4: FINANCIACIÓN EMPRESARIAL E INVERSIÓN PRIVADA EN INFRAESTRUCTURAS

---

## 4.1. INTRODUCCIÓN

Tras poner de manifiesto la importancia que toma la inversión privada en infraestructuras ante la restricción presupuestaria actual en el Capítulo anterior, es necesario comprobar cuáles son las vías de financiación a las que recurren las empresas en España, con especial atención al sector de las infraestructuras.

Con carácter general, las empresas cuentan con dos grandes fuentes de financiación: la financiación convencional a través del crédito concedido por entidades financieras, o bien el recurso directo a los mercados de capital.

Mediante el recurso a la primera vía, la intermediación financiera, la financiación de una determinada sociedad se consigue a través de préstamos otorgados por las entidades financieras operantes en un determinado mercado local. Las condiciones de financiación así logradas por la empresa vendrán determinadas por parámetros tales como el tipo de interés o el vencimiento del préstamo. Éstos vienen en buena medida justificados por las propias necesidades de la banca concedente, traducido en ratios como el margen de beneficio, el coste de financiación o el pago de dividendos, todo ello de forma previa al análisis que realizan del riesgo de crédito del proyecto empresarial concreto, por el que también exigirán una prima de riesgo adicional.

Por el contrario, la desintermediación financiera consiste en la puesta en relación directa entre el beneficiario último de la financiación y otros agentes poseedores de recursos, o dicho de otro modo, la eliminación de las entidades financieras como intermediarios en la obtención de financiación. Si la empresa es capaz de acceder a los mismos mercados de capital que en última instancia son la fuente de financiación de los propios bancos, eliminará el papel del banco en la cadena entre sus necesidades de financiación y las fuentes disponibles de inversión. La práctica financiera ha hecho equivaler el préstamo bancario

como instrumento de la primera vía, mientras los bonos o emisiones de deuda han sido tradicionalmente el instrumento con el que se materializaba la desintermediación financiera.

Los objetivos de este cuarto Capítulo son los siguientes:

- Realizar un análisis comparativo de la financiación convencional frente al recurso a los mercados de capital.
- Comprobar cuál es el recurso que de ambas vías hacen las empresas españolas, con especial atención al sector de las infraestructuras.
- Identificar las dificultades de acceso al crédito que puedan existir en la actualidad.
- Identificar los agentes de los mercados de capital que desde el lado de la oferta puedan proporcionar financiación a proyectos de infraestructuras en España.
- Cuantificar los recursos disponibles en manos de dichos agentes.

#### **4.2. ANÁLISIS DE LA DEMANDA EN EL MERCADO DE CAPITAL**

Sería inútil el esfuerzo por desarrollar emisiones de deuda como recurso alternativo a la financiación de infraestructuras si no existiera en el mercado un interés por el lado de la demanda en estas emisiones. En definitiva, es necesario identificar si existen agentes inversores con interés en este tipo de emisiones, así como cuantificar cuál es el volumen de esta oferta de fondos.

Tal como se tratará en este Capítulo, existen mercados de capital más desarrollados que otros. Históricamente, los Estados Unidos cuentan con una mayor tradición en los mercados de deuda, y más recientemente han facilitado las colocaciones de emisiones privadas por parte de empresas extranjeras mediante la Regla 144A. Esta Regla permitió poner una enorme base de inversores instituciones norteamericanos al alcance de empresas de todo el mundo.

El desarrollo de los fondos especializados ha sido continuado en la última década. La crisis crediticia podría incluso beneficiar a estos fondos, en tanto inversiones hasta ahora en sectores de mayor sofisticación afectados por dicha crisis podrían redirigirse hacia un sector como las infraestructuras, con una generación de ingresos más resistentes (*“back to basics”*). El interés por la inversión de fondos en infraestructuras nace principalmente en Australia y



Canadá, con el crecimiento de fondos especializados como Macquarie Infrastructure Group, Babcock&Brown Ltd, o fondos de pensiones como Canadian Pension Plan Investment Board, o Borealis Infrastructure Trust. Los fondos de pensiones en particular han sido parte importante de la demanda de inversión en infraestructuras. Estos fondos se han visto especialmente atraídos por los largos periodos de vencimiento de este tipo de operaciones, y por las relativamente elevadas tasas de retorno ofrecidas por muchas infraestructuras. Periodos de vencimiento de la deuda superiores a treinta años, y tarifas en muchos casos referenciadas a la tasa de inflación proporcionan exactamente las características exigidas por las obligaciones de reembolso de los fondos de pensiones.

La cuantificación de los recursos a disposición de estos fondos de inversión especializados en infraestructuras puede realizarse a través del ranking publicado por el Infrastructure Investor, que refleja la Tabla 4.1.

**Tabla 4.1: Principales fondos de inversión en infraestructuras por creación de capital en los últimos cinco años (cifras en millones de dólares USA, actualizado a mayo de 2010)**

Ranking	Fondo de Inversión	Creación Total de Capital en cinco años (millones de dólares USA)
1	Macquarie Group	30.655,0
2	Goldman Sachs	9.100,0
3=	Alinda Capital Partners	7.000,0
3=	Industry Funds Management	7.000,0
5	Ontario Municipal Employees Retirement System	6.221,9
6	Caisse de depot et placement du Québec	6.110,9
7	Brookfield Asset Management	5.777,0
8	Global Infrastructure Partners	5.640,0
9	Ontario Teachers Pension Plan	4.862,2
10	Highstar Capital	4.300,0
11	Canada Pension Plan Investment Board	4.250,0
12	Morgan Stanley	4.000,0
13	Arcus Infrastructure Partners	3.564,4
14	Citi Infrastructure Investors	3.400,0
15	ABP	3.190,8
16	Ferrovial	2.974,4
17	British Columbia Investment Management Corporation	2.682,8
18	RREEF Alternative Investments	2.659,0
19	Balfour Beatty	2.593,4
20	JPMorgan	2.560,0
21	3i Group	2.453,0
22=	QIC	2.416,5
22=	Australian Super	2.416,5
24	Tenaska Capital	2.400,0
25	Public Sector Pension Investment Board	2.314,1
26	UBS	2.300,0
27	Actividades de Construcción y Servicios	1.947,7
28	Future Fund	1.920,2
29	SteelRiver Infrastructure Partners	1.900,0
30	CP2	1.858,8
	<b>Total:</b>	<b>140.468</b>

*Fuente: Infrastructure Investors*

Así, los treinta mayores fondos de inversión en infraestructuras a nivel mundial han conseguido invertir 140.468 millones de dólares USA en los últimos cinco años. Poniendo esta cifra anualizada en relación con el esfuerzo inversor anual del Ministerio de Fomento, se pone de manifiesto que sólo estos treinta fondos de inversión disponen de seis veces los

recursos necesarios para financiar la totalidad de la inversión anual presupuestada por el Ministerio en España.

La cada vez mayor competencia entre estos fondos tiene como consecuencia una estrategia agresiva, elevando el precio que ofrecen en los procesos de oferta por infraestructuras en venta. La proliferación de fondos ha venido acompañada de un cada vez mayor volumen de inversión de los mismos, cuyo tamaño medio aumentó de 150 millones de libras en 2000 hasta 350 millones de libras en 2006 (Standard&Poor's, 2006).

Un importante aspecto a considerar son las consideraciones de carácter público-administrativo que pueden interferir en las estrategias de inversión. Las infraestructuras son en buena medida monopolios regulados que proporcionan servicios esenciales, lo que hace necesaria una supervisión profunda de las Administraciones Públicas competentes. Este hecho puede provocar conflicto de intereses entre éstas y los inversores privados.

### **4.3. BONOS FRENTE A PRÉSTAMOS**

Es necesario responder a la cuestión de cuáles son los condicionantes que llevan a determinadas empresas a recurrir a la financiación a través de los mercados de capital, en contraposición a la financiación convencional vía préstamos concedidos por las entidades financieras.

Carey et al. (1993) consideran que los bancos prefieren instrumentos de deuda con vencimientos más cortos, frente a los agentes inversores que actúan en los mercados de capital, que admiten mayores vencimientos para la deuda (como es el caso de las aseguradoras). Este hecho venía genéricamente ligado a la necesidad de ajustar el vencimiento de activo y pasivo, siendo por tanto especialmente adecuado para entidades como aseguradoras o fondos de pensiones, que cuentan con un pasivo a muy largo plazo.

Para Chemmanur y Fulghieri (1994), los bancos poseen una mayor propensión a la renegociación de la deuda concedida en caso de que el deudor atravesase dificultades. Por el contrario, la mayor rigidez de los mercados de capital hace que prime la ejecución de las garantías bajo la deuda, dando una menor opción a la continuidad de la empresa deudora en

caso de dificultades. Es por ello que empresas con mayor incertidumbre opten por la financiación convencional.

Johnson (1997) señala que su investigación encuentra como determinantes del acceso a los mercados de capital la existencia de reducidos costes de información y control para la empresa deudora, y finalmente que ésta posee menos incentivos para actuar en contra de los intereses del prestatario. Es destacable en este autor que comienza a ponerse de relevancia la coexistencia de ambas formas de financiación en determinadas empresas que logran acceder a los mercados de capital, sin renunciar a la financiación bancaria tradicional.

El mayor tamaño de las empresas que recurren a los mercados de capital, aprovechando la economía de escala, es otro de los principales determinantes en la decisión de inversión a través de bonos (Krishnaswami et al., 1999). A su vez, Denis y Mihov (2003) destacan que son las empresas con mayor solvencia financiera las que recurren a los mercados de capital, recurriendo a la financiación vía préstamos bancarios empresas con perfiles crediticios menos fuertes.

Tal como señalan Smith y Walter (1997), la financiación bancaria es una de las pocas alternativas posibles para un control estricto de la relación entre deudor y financiador, lo que se traduce en una ventaja significativa en los costes de información y contractuales. En un préstamo sindicado, las entidades bancarias con posiciones minoritarias también tienen menor capacidad de control, pero en este esquema deben confiar en el papel fiscalizador de la entidad estructuradora de la operación. Esta afirmación puede igualmente entenderse desde la óptica de la mayor desconexión en el control al deudor en los mercados de capital, donde el conjunto de bonistas deben incurrir en mayores costes para ejercer la función de control del deudor, a la vez que se generan mayores costes en el intercambio de información sobre el estado del proyecto financiado. Se considera por tanto que una emisión de deuda estará afectada por una asimetría de la información entre las partes mayor a la que experimenta un banco al conceder un préstamo.

A pesar de toda la literatura científica sobre los factores que influyen en la forma de financiación de las empresas, existe el inconveniente metodológico de que hasta el presente la investigación ha estado centrada fundamentalmente en la financiación de empresas en

Estados Unidos. Esta falta de estudio podría entenderse históricamente dada la menor relevancia de la financiación a través de emisiones de deuda en Europa. No obstante, la perspectiva europea en la financiación de empresas empieza a extenderse, principalmente por la consolidación del mercado europeo de bonos tras la entrada en circulación del euro como moneda común europea. Las decisiones de financiación corporativa en Europa a través de la emisión de bonos o bien mediante préstamos bancarios sindicados ha sido recientemente fruto de la atención investigadora del Banco Central Europeo (Marqués-Ibáñez et al 2009). La base de datos analizada en este estudio está compuesta por 2.460 préstamos sindicados concedidos entre 1993 y 2006 a una muestra de 1.377 empresas no financieras. De acuerdo a este estudio, aquellas firmas de mayor tamaño, mayor rentabilidad, credibilidad y menores probabilidades de crecimiento recurren con mayor preferencia a los préstamos sindicados como alternativa favorita frente a las emisiones de bonos. La menor probabilidad de crecimiento como factor contrario a la financiación vía bonos es intuitivo y coincide con los otros estudios empíricos. El tamaño de empresa como factor contrario a la financiación vía bonos, que puede parecer contraintuitivo y en buena medida novedoso respecto al resto de estudios, viene determinado por la propia naturaleza del préstamo sindicado. Este tipo de préstamos es empleado principalmente en el caso de que el riesgo del préstamo sea superior al que una sola entidad bancaria esté dispuesta a aceptar, lo cual determina el elevado tamaño de las empresas que recurran a este tipo de instrumento. Otra de las explicaciones de este hecho es la convergencia existente entre los términos de un préstamo sindicado y un bono corporativo.

En la comparativa entre Estados Unidos y Europa, los costes de emisión de deuda en los mercados no parecen ser ya un factor discriminante. De acuerdo a Santos y Tsatsaronis (2003), mediante el análisis de 3.110 emisiones de bonos emitidos entre 1994 y 2001, los costes medios de emisión fueron del 0,82% en Estados Unidos frente al 0,89% en Europa, indicando una relativa igualdad en los costes de emisión tanto en la zona euro como en los mercados estadounidenses.

La investigación científica sobre los factores que determinan la forma de financiación elegida por las empresas no financieras en España es mucho más reducida. Ojah y Manrique (2005)

llegan a la conclusión, a través de los datos de la Central de Balance del Banco de España, de que el tamaño de la empresa y su capacidad de crecimiento son los dos factores con una relación directa a la financiación no bancaria.

Podría destacarse que no existe un análisis que aporte un enfoque cultural a esta tradicional falta de atención, especialmente en España, a los mercados de capital por parte del tejido empresarial. Éste parece decidirse por la mayor facilidad para continuar recurriendo a la misma vía de financiación empleada tradicionalmente, frente a los costes de fricción inherentes a toda innovación financiera.

En cualquier caso, en la actualidad se observa una paulatina convergencia entre las características de las emisiones de deuda y los préstamos otorgados por entidades financieras.

Las estructuras financieras observadas en los mercados financieros actuales son cada vez más complejas, y la aparente contraposición entre el único prestatario en el caso de los préstamos tradicionales y la atomización de bonistas en el caso de los mercados de capitales presenta una casuística cada vez más continua entre ambos extremos.

Existe en concreto un instrumento ya mencionado en la financiación a través de entidades bancarias que se asemeja en cierta medida a las emisiones de deuda. Un préstamo sindicado representa un instrumento donde el riesgo de crédito se encuentra repartido entre las distintas entidades bancarias que participan en la concesión del préstamo. Tal como se enunció con anterioridad se rompe así la tradicional diferenciación entre préstamo como financiación otorgada por un único acreedor, y el bono como financiación multilateral. El préstamo sindicado posibilita que un banco determinado asuma un riesgo que podría resultar inaceptable en el caso de que tuviera que soportar toda la operación por sí solo. De esta forma, se posibilitó un incremento de la penetración de la banca comercial en la financiación de grandes proyectos, traducido en un incremento de los recursos a disposición de las empresas. A su vez, el banco estructurador puede aumentar la rentabilidad del capital a través de las comisiones recibidas en concepto de estructuración del sindicato, mientras que los bancos menores, que por su tamaño podrían ver dificultada su presencia en la

financiación de proyectos o incluso excluidos del mismo, participan activamente de esta manera en la financiación bancaria, dentro de los niveles de riesgo que puedan asumir.

En el caso de préstamos sindicados, en un conjunto de 495 préstamos a nivel internacional, se observan hasta 28 acreedores para operaciones superiores a los 500 millones de dólares USA (Esty y Meggison, 2002). De acuerdo a esta misma fuente, el principal banco en préstamos sindicados superiores a 75 millones de dólares USA aportaba el 20,3% del préstamo total, cuota que se limitaba aún más en el caso de operaciones superiores a los 500 millones de dólares USA (9,6%).

### **Convergencia entre préstamos y bonos**

Una de las principales tendencias que se observan en la actualidad en la financiación corporativa es la significativa convergencia entre préstamos y bonos, principalmente tomando como referencia el mercado norteamericano. A continuación se rebaten algunas de las afirmaciones tradicionales sobre la diferenciación entre préstamos y bonos.

1. “La esfera de la financiación bancaria se encuentra aislada de los mercados de capital”

Esta aseveración ha sido históricamente cierta, pero es ahora cuando ambas esferas encuentran un importante vínculo de interrelación, la práctica de la titulización. A través de la titulización, los bancos consiguen acceder a los mercados de capital con un activo originado a través de su propia concesión de créditos. Así lo ponen de manifiesto Song y Thakor (2008), que subrayan cómo la titulización ha sido el desencadenante de la conexión entre el activo subyacente en instrumentos de deuda y préstamos bancarios.

2. “El instrumento de deuda es más líquido que el préstamo bancario”

La idea de que un banco concede un préstamo con el objeto de retener tanto el riesgo asociado al proyecto como la rentabilidad pactada hasta el vencimiento del citado préstamo es incorrecta. En los mercados bancarios con mayor sofisticación, como es el caso de Estados Unidos, se ha desarrollado un importante mercado secundario en el cual los bancos comerciales compran y venden préstamos sindicados, si así se permite en la documentación contractual, dotando de liquidez a un instrumento como el préstamo bancario que tradicionalmente se había considerado ilíquido, al contrario que los bonos. En el modelo

tradicional, los bancos operaban de acuerdo al esquema de originar préstamos que permanecían en su balance hasta su vencimiento, para posteriormente evolucionar hacia el actual modelo, en el que estos préstamos son originados no bajo la pretensión de mantenerse en balance hasta su amortización, sino de ser potencialmente transferidos a inversores.

Wang y Thomas (2004) destacan cómo el mercado secundario de préstamos sindicados ha pasado de ser prácticamente inexistente a sumar un volumen de 120.000 millones de dólares USA en el año 2002, motivado por un conjunto de cambios en distintos niveles como el regulatorio, legal, estructural o tecnológico.

La consecuencia natural del aumento de liquidez en los préstamos sindicados es una disminución en las primas de riesgo pagadas por los deudores. De acuerdo a Wang y Thomas (2004), existe un punto de inflexión en 1993 con respecto a los márgenes de los préstamos:

- Con anterioridad a 1993, el grado de liquidez del sistema bancario afectaba a los márgenes de los préstamos, motivado por el hecho de que grandes excedentes de fondos disponibles en la banca comercial presionaban a la baja los márgenes de los préstamos. A su vez, los flujos de inversión en renta fija no tenían un efecto colateral equivalente en el margen de los préstamos sindicados.
- Con posterioridad a 1993, cada vez que la demanda inversora presionaba en la adquisición de bonos corporativos, se producía un efecto paralelo de incremento en los márgenes de los préstamos sindicados.

No obstante, los propios autores reconocen que su investigación se circunscribe a un segmento muy concreto de préstamos sindicados, en concreto los préstamos sindicados de alto apalancamiento o “*highly leveraged transactions*” (HLT) en terminología inglesa, sujetos a las mayores primas de riesgos dentro de la financiación bancaria.

### 3. “Las emisiones de deuda permiten vencimientos más largos que los préstamos”

Es cierto que los plazos de vencimiento de la deuda han sido históricamente una de las grandes ventajas competitivas de los mercados de capitales frente a la financiación bancaria. Durante las décadas iniciales en el desarrollo de la financiación de proyectos, los mercados



de capitales han sido la única fuente capaz de proporcionar recursos con unos vencimientos en el entorno de los veinte años o incluso superiores. Este hecho se truncó desde el año 2000, cuando la banca comercial comenzó un proceso cada vez más agresivo de inversión crediticia, plasmado en la aceptación de periodos cada vez mayores para el repago de los préstamos bancarios. Este hecho aumentó la competencia de la financiación bancaria sobre los mercados de capital al poder la primera neutralizar la ventaja comparativa de los plazos de la deuda.

Tras la crisis crediticia comenzada en 2007, las expectativas son que la mayor prudencia bancaria en la concesión de créditos volverá a significar que la banca comercial no pueda con carácter general sobrepasar vencimientos de los préstamos que conceda por encima de los ocho a trece años. En consecuencia, existe una nueva posibilidad de que los bonos recuperen la ventaja comparativa de poder ofrecer mayores periodos para el repago de la deuda de los promotores de proyectos.

4. “Las emisiones de deuda mejoran su liquidez respecto a los préstamos al poseer calificaciones crediticias”

Esta última aseveración también pierde fundamento en la actualidad, en tanto las agencias de calificación asignan sus opiniones sobre riesgo de crédito no únicamente a emisiones de deuda, sino también a préstamos bancarios. La regulación aprobada en Basilea II exige a la banca un mayor control del riesgo crediticio de sus instrumentos.

En términos generales, existe una competencia directa entre bancos y mercados de capital en la concesión de crédito, en el sentido de que el peso adquirido por una de estas opciones se realiza en detrimento de la otra, de acuerdo a Boot y Thakor (2008) o Allen y Gale (1997).

En este mismo sentido, parece existir una relación inexorable entre el grado de desarrollo financiero de una determinada economía y la consolidación del recurso a los mercados de capital. Esho et al. (2001) demuestran cómo existe en el caso asiático una relación directa entre el desarrollo de los mercados de capital locales y el recurso a los mercados de capital internacionales, lo que se interpreta como un recurso mayor a los mercados extranjeros una vez que las empresas se han familiarizado con el recurso a sus mercados de capital locales, los que a su vez llega el momento en el que pueden no ofrecer suficiente atractivo a las

empresas locales o simplemente éstas pretenden evitar la regulación de su propio país cuando se plantean emitir deuda.

Boot y Thakor (1997) desarrollan una teoría sobre cómo las entidades bancarias tienden a dominar los mercados crediticios en las primeras fases de desarrollo de éstos. Por el contrario, una vez que el mercado crediticio alcanza un grado suficiente de madurez, plasmado en el grado de conocimiento de los participantes que acuden a él, será en este momento cuando el dominio absoluto de las entidades bancarias decaiga, perdiendo peso a la vez que ganan importancia los mercados de capital. Siguiendo esta misma teoría, los autores destacan la relevancia de la sofisticación financiera, especialmente en términos de intercambio de flujos de información y reducción en los costes de dicho intercambio, que ejerce de coadyuvante en el desarrollo de los mercados de capital en detrimento de la financiación bancaria. Señalan como ejemplo del impacto de la sofisticación en el desarrollo de los mercados de capital el caso de los Estados Unidos. En tanto los mercados de capital se desarrollan en detrimento de la financiación bancaria, el único impedimento para dicho desarrollo sería, según esta misma teoría, la resistencia del propio sistema bancario al cambio. Esta probabilidad es puesta en duda, en tanto exigiría una acción coordinada de la banca comercial, algo en contra de la asunción de los autores según la cual la banca no actúa en defensa solidaria de sus intereses, sino de forma competitiva.

Además de acentuar esta relación de competencia entre banca comercial y mercados de capital en la concesión de crédito, recientes trabajos destacan que competencia y complementariedad son distintas facetas que coexisten en la relación entre bancos y mercados de capital (Song y Thakor, 2008).

#### **Desventajas de la financiación a través de los mercados de capital**

La coexistencia de intereses contrapuestos entre bonistas de distintas clases de bonos, o incluso entre los bonistas de la misma clase de bonos, puede provocar conflictos de costosa solución en una emisión de deuda. Los costes de resolución de este tipo de conflictos entre bonistas son mayores en el caso de la existencia de un elevado número de bonistas. Según apuntan Gertner y Scharfstein (1991), la resolución de conflictos es más rápida y menos costosa en los casos donde el número de bonistas es reducido. La misma opinión reflejan

Gilson et al. (1990). En el extremo contrario, la relación puramente bilateral que se da entre acreedor y deudor en la financiación vía préstamo bancario puede facilitar la resolución de dichos conflictos.

Otro de los problemas que la literatura científica ha detectado en el caso de la financiación a través de la emisión de deuda es el denominado “problema del polizón” o efecto “*free-riding*”, relacionado con el riesgo moral. Así, es posible que ante la existencia de múltiples financiadores, como puede ser el caso de una emisión de deuda, algunos de éstos opten por no soportar los costes de información necesarios para escrutar la calidad de la inversión. En este tipo de situaciones, los “*free-riders*” o acreedores que no estén dispuestos a aceptar el coste de información suelen preferir aprovecharse de aquellos otros acreedores que sí hayan decidido aceptar el coste de información. Como resultado final, aparece un desincentivo generalizado a adquirir información.

En segundo lugar, la financiación bancaria sindicada ha sido históricamente percibida como más segura que el recurso a los mercados de capital en lo referente a la efectividad en la colocación de la deuda entre inversores. Las tradicionales condiciones de colocación tipo “*best effort*” por parte de la entidad estructuradora se han percibido como con mayor riesgo de fracaso por la volatilidad en las decisiones de los agentes de los mercados de capital frente a la mayor seguridad de colocación que se ofrece en el caso de sindicaciones bancarias.

En tercer lugar, la tipología de los acreedores afecta a los incentivos de control, costes de modificación contractual y efectividad disuasoria, en general asociadas a la financiación bancaria. Los “*covenants*” o condiciones contractuales que explicitan las obligaciones que el acreedor impone al deudor presentan mayor rigidez en el caso de los bonos frente a los préstamos. En los contratos de emisión de deuda, los “*covenants*” están generalmente basados en información prácticamente inmediata y por tanto adquirida a un bajo coste. Como consecuencia del escaso esfuerzo que requiere esta información, Berlin y Loeys (1988) apuntan que esta información es imperfecta para permitir a los financiadores juzgar si la decisión óptima es liquidar el proyecto, o por el contrario, autorizar su continuidad. Éste es

otro de los motivos por el cual la flexibilidad para renegociaciones de deuda es menor en las emisiones de bonos.

Por último, existe una dificultad añadida a las emisiones de deuda, especialmente en mercados donde no sean muy frecuentes. Se trata del coste de fricción proveniente de la falta de precedentes. Así, se produce una mayor incertidumbre sobre los plazos necesarios para culminar la operación, que serán más prolongados que la financiación a través de préstamos bancarios. Adicionalmente, en mercados donde el regulador juega un papel activo, se hace necesario para el emisor aportar un elevado nivel de información que será mostrada en la documentación de la operación, de fácil acceso. Por tanto, las empresas pueden tener cierta resistencia a este escrutinio público, frente a la mayor privacidad de la documentación a través de préstamos bancarios.

#### **4.4. FINANCIACIÓN EN ESPAÑA**

Dado que el principal objetivo de esta Tesis Doctoral es contemplar la aplicabilidad de una herramienta de financiación innovadora en el campo de las infraestructuras, se hace preciso estudiar cómo se resuelve en la actualidad la financiación de las empresas en España, comenzando con una visión genérica del conjunto empresarial, para terminar centrando la atención en cuáles son las fuentes a las que recurren los concesionarios de infraestructuras para encontrar financiación. La respuesta a estas preguntas permitirá conocer el grado de interés que la titulación de infraestructuras puede crear en las mismas como fuente alternativa de recursos.

Los volúmenes de financiación captados por las empresas españolas en años recientes han crecido de forma continuada, tal como se verá a continuación. Este aumento encuentra su apoyo en los cambios estructurales y procesos de modernización experimentados desde la entrada de España en la Unión Europea. Debe tenerse presente que el elevado ritmo de crecimiento económico, superior a la media de la Unión, así como la apertura definitiva al sector exterior, han activado las distintas vías de financiación con el objetivo de posibilitar el aumento de la actividad inversora de las empresas. Los procesos de fusiones y adquisiciones vividos de forma continuada en décadas recientes han sido otra de las causas de este dinamismo.

La evolución de la financiación de las sociedades depende tanto de factores de demanda, vinculados con la actividad de la empresa y con el coste de los fondos, como de factores de oferta, relacionados con la rentabilidad esperada por los acreedores y, por tanto, con las variables que afectan a la capacidad de las compañías para el repago de sus distintas modalidades de deuda.

Las fuentes a través de las cuales las empresas captan fondos para sus necesidades de inversión son el objeto de estudio de la Teoría de la Financiación. La importancia de este campo académico queda acreditada por el gran desarrollo de esta disciplina en años recientes, tanto en España como en el resto de países de nuestro entorno (Suárez, 2005).

Entre las aportaciones más valiosas cabe destacar la línea investigadora seguida en los últimos años por el Servicio de Estudios del Banco de España. Según Marqués et al. (2005), la financiación de las sociedades no financieras en España viene determinada a largo plazo por el grado de dinamismo de la actividad económica general, así como por el coste de los fondos. En el corto plazo, los factores determinantes serían los resultados generados por la sociedad, así como la facilidad de obtención de fondos a través de los mercados de renta variable. El entorno de bajos tipos de interés vivido en los últimos años parece confirmar la importancia de los costes de los recursos en las decisiones de financiación.

No obstante, es importante resaltar la matización que los autores de este estudio realizan, al señalar que su análisis toma como referencia el conjunto global de las empresas españolas, por lo que no es posible inferir conclusión alguna sobre características concretas de sectores específicos. Es por ello que este cuarto Capítulo prosigue a continuación con un análisis de las fuentes de financiación de las empresas españolas, para posteriormente centrar el foco de análisis en las formas de financiación de las empresas concesionarias de autopistas en España, como principal subsector referente de la inversión privada en infraestructuras, objeto de esta Tesis Doctoral.

Con el objeto de entender cómo se financian las empresas españolas<sup>5</sup>, y cómo ha sido la evolución en el pasado más reciente de dicha financiación, se recurre a la información del Banco de España sobre Cuentas Financieras de la Economía Española SEC 95. Esta fuente permitirá conocer la estructura de activo y pasivo de las sociedades no financieras en España.

Dentro de las diferentes categorías en las que se divide el pasivo de las empresas (acciones, participaciones, préstamos, valores distintos de acciones u otras cuentas pendientes de pago), interesa conocer a efectos de este estudio cuál es la importancia del recurso a los mercados de capital por parte de las empresas españolas. Con tal fin, es preciso describir en primer lugar algunas pautas metodológicas empleadas por el Banco de España a la hora de recopilar la información estadística sobre los balances de sociedades no financieras, tal y como se describe en la Tabla 4.2. Dentro de las diferentes categorías que se muestran en dicha Tabla, el recurso a los mercados de capital por parte de estas sociedades queda reflejado en la categoría “Valores distintos de acciones”. Dentro de esta categoría, la metodología del Banco de España subdivide en “Valores a corto plazo” y “Valores a largo plazo”. Los distintos instrumentos englobados en estas subcategorías son:

#### **Valores a corto plazo**

- Emitidos por las Instituciones financieras monetarias
- Pagarés con plazo original inferior o igual a un año.
- Emitidos por Otros intermediarios financieros, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones.
- Pagarés de titulización.
- Pagarés emitidos por Sociedades emisoras de participaciones preferentes.
- Emitidos por las Administraciones públicas.
- Letras del Tesoro.
- Papel comercial.
- Pagarés de Comunidades autónomas y Corporaciones locales.
- Emitidos por las Sociedades no financieras.

---

<sup>5</sup> Con el propósito de excluir la financiación de las entidades crediticias, los datos que se mostrarán a continuación se refieren exclusivamente al sector de las “Sociedades no Financieras”, de acuerdo a la metodología de trabajo del Banco de España, fuente empleada para este análisis.

- Letras negociables.
- Pagarés de empresa.

**Valores a largo plazo**

- Obligaciones y pagarés con plazo original superior a un año de Instituciones financieras, emitidos bajo cualquier denominación: obligaciones, bonos, notas, titulización, ordinarias, subordinadas e hipotecarias. Se incluyen las participaciones preferentes que no dan derecho al tenedor sobre el valor liquidativo del emisor.
- Deuda pública a medio y largo plazo (emisiones de las Administraciones públicas, incluyendo las notas a medio plazo).
- Obligaciones de Sociedades no financieras.
- Obligaciones emitidas por no residentes en poder de residentes, incluyendo los activos exteriores del Banco de España, materializados en valores.

**Tabla 4.2 Cuentas Financieras. Detalle por instrumentos de las cuentas no consolidadas Sociedades no financieras. Balance financiero (cifras en millones de euros)**

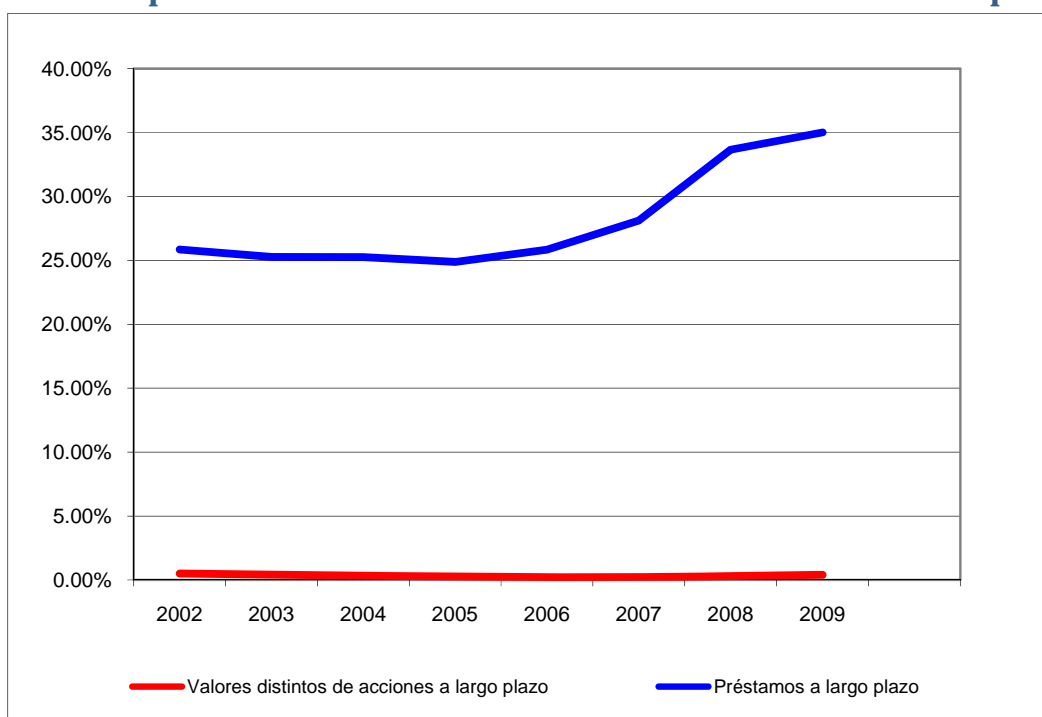
PERIODO	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
III. PASIVOS	1.931.932	2.239.040	2.543.475	3.014.819	3.654.430	3.979.587	3.609.371	3.589.589
Valores distintos de acciones	12.904	11.936	11.797	11.036	14.514	15.748	25.415	26.866
Valores a corto plazo	3.135	2.525	2.983	2.665	4.084	3.938	4.221	2.154
Valores a largo plazo	9.768	9.412	8.814	8.371	7.823	9.742	11.378	14.665
Derivados financieros	...	...	...	...	2.607	2.067	9.816	10.046
Préstamos (a)	624.720	694.317	790.804	939.520	1.170.566	1.360.928	1.457.124	1.448.912
Préstamos a corto plazo	125.204	128.446	148.330	189.332	226.121	241.913	242.178	192.160
Préstamos a largo plazo	499.516	565.870	642.474	750.188	944.445	1.119.015	1.214.945	1.256.752
Acciones y otras participaciones	893.024	1.100.857	1.263.794	1.521.713	1.842.436	1.930.629	1.457.740	1.491.092
Acciones cotizadas	222.974	277.586	337.701	391.934	498.806	570.275	354.225	367.089
Acciones no cotizadas	430.143	537.499	590.985	740.074	883.139	888.161	636.556	653.922
Otras participaciones (exc. fondos)	239.907	285.772	335.108	389.706	460.492	472.193	466.960	470.082
Reservas técnicas de seguro	1.401	1.376	1.295	1.827	1.831	-	-	-
Reservas de fondos de pensiones	1.401	1.376	1.295	1.827	1.831	-	-	-
Otras cuentas pendientes de pago	399.884	430.554	475.785	540.722	625.082	672.282	669.091	622.718
Créditos comerciales y anticipos	375.093	405.126	449.582	516.791	596.431	642.346	635.110	585.301
Otras cuentas ptes. de pago excl. créditos comerc.	24.791	25.428	26.204	23.931	28.651	29.937	33.981	37.417

Fuente: Banco de España



Tomando como base la anterior información, y centrando nuestra atención en el recurso a la financiación vía préstamos a largo plazo frente a la financiación vía emisión de obligaciones, la Figura 4.1 muestra la evolución de ambas fuentes:

**Figura 4.1: Comparativa de la evolución del porcentaje de préstamos a largo plazo frente a valores distintos de acciones sobre el pasivo total de las Sociedades no Financieras en España**



Datos: Banco de España

La Figura 4.1 pone de manifiesto el enorme desequilibrio existente entre el recurso a la emisión de deuda en España (0,4% del pasivo) frente al recurso a la financiación convencional a través de préstamos bancarios (35,0% del pasivo). A la luz de estos resultados, puede concluirse que en España, por cada euro de deuda emitida por las sociedades no financieras, éstas cuentan con 99 euros en préstamos bancarios a largo plazo en su pasivo.

Las causas explicativas de la escasa importancia de los mercados capitales en la financiación de las empresas españolas son diversas, pudiendo señalarse desde causas propias de la cultura financiera a otras como el reducido tamaño medio de las empresas españolas, pues como

demuestra la Teoría de la Financiación, el tamaño de la empresa es un limitador de acceso a los mercados de capital<sup>6</sup>.

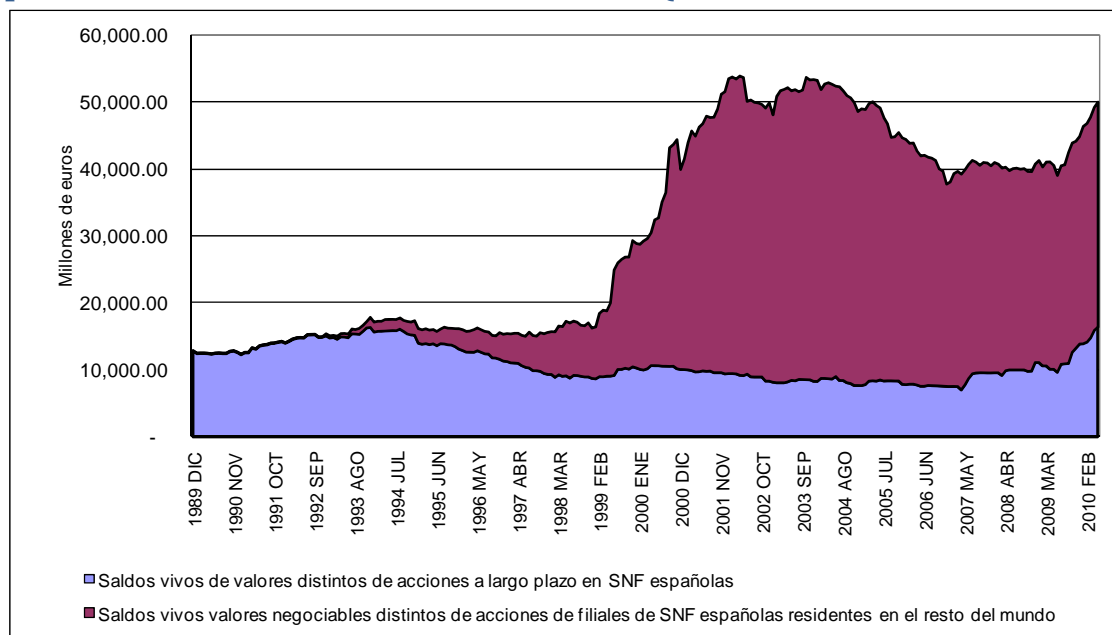
A pesar del carácter marginal de la renta fija en la financiación del conjunto de las sociedades no financieras españolas, tal como reflejan las cifras de la categoría “Valores distintos de acciones” en la Tabla 4.2, es necesario realizar un ajuste adicional a los porcentajes anteriores, motivado por la propia metodología del Banco de España respecto a ciertas operativas en el sector exterior. En concreto debe tenerse en cuenta que dentro de la categoría “Préstamos a Largo Plazo” se incluye como subcategoría “Créditos a largo plazo de no residentes a los sectores residentes y de los sectores residentes a los no residentes”. A su vez, la operativa de algunas de las principales sociedades no financieras de España contempla la emisión de valores de renta fija en mercados extranjeros (de forma significativa en paraísos fiscales) a través de filiales ubicadas en terceros países, motivado por marcos administrativos y fiscales más favorables. Posteriormente, estos valores son trasladados a la empresa matriz en España en forma de préstamos del sector exterior por la metodología antes mencionada.

A través del Boletín Estadístico del Banco de España es posible cuantificar exactamente la importancia de este fenómeno.

---

<sup>6</sup> Los costes fijos inherentes a cualquier operación en los mercados de capitales, en conceptos como estructuración o colocación, crean obligatoriamente un cierto umbral en el volumen de una operación, por debajo del cual la transacción en sí resultaría ineficiente.

**Figura 4.2: Saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo de las Sociedades no Financieras (cifras en millones de euros)**



Fuente: Boletín Estadístico Banco de España

De acuerdo a la Figura 4.2, el saldo vivo de valores emitidos por filiales de empresas españolas en el exterior, que hasta 1998 había sido menor (5.000 millones de euros frente a 15.000 millones de euros en mercados nacionales), experimentó un avance notable a partir de dicho año, hasta alcanzar a comienzos de 2010 un saldo vivo aproximado de 33.000 millones de euros frente al saldo vivo de la renta fija a largo plazo emitido por las matrices en España, que ascendía a unos 14.000 millones de euros. Por tanto, las emisiones a cargo de filiales en el extranjero representan un nivel dos veces y media superior al correspondiente a las emisiones realizadas por las sociedades nacionales.

Varias son las conclusiones que pueden extraerse de estos datos:

- (1) Si el análisis de las fuentes de financiación de las empresas españolas se limita a la composición del pasivo (tal como fue mostrada con anterioridad), se pierde la importancia de las emisiones de filiales en el exterior, que quedan consolidadas dentro de la categoría "Préstamos", cuando a efectos reales son emisiones de renta fija.

- (2) Si adicionamos ambos campos (la deuda emitida en España por las matrices con la deuda emitida en el extranjero por las filiales), el volumen total de deuda emitida ascendería a unos 50.000 millones de euros, con lo cual el porcentaje que suponen las emisiones de deuda frente al total del pasivo se elevaría aproximadamente al 1,40%.
- (3) El fuerte proceso de internacionalización de las empresas españolas en los últimos años explica en buena medida el incremento de estas emisiones en el exterior.
- (4) Estas emisiones sustraen un significativo volumen a los mercados españoles de renta fija, no tanto en términos globales, pero sí en términos de las emisiones de sociedades no financieras, que terminan recurriendo a emitir en otros mercados de capital. Este hecho hace que los mercados de capital españoles permanezcan ajenos en parte a las necesidades de financiación de nuestras empresas.
- (5) El hecho de que buena parte de estas emisiones sean realizadas desde paraísos fiscales señala como una de las principales causas (aunque no única) al tratamiento fiscal de este tipo de emisiones en España.
- (6) Los beneficios que se derivarían de captar estas emisiones en mercados españoles serían considerables al aumentar la profundidad de la industria financiera española.
- (7) La aprobación de la Ley 19/2003 sobre Régimen Jurídico de los Movimientos de Capitales y de las Transacciones Económicas con el Exterior vino precisamente motivada por esta finalidad, mediante la introducción de ventajas fiscales en las emisiones nacionales.
- (8) Tras un periodo de siete años desde su entrada en vigor, no se aprecian cambios significativos de tendencia en los volúmenes de emisión.

No obstante, el principal aspecto que resalta la Figura 4.2 es cómo las empresas españolas son mucho más activas en el recurso a los mercados de capital cuando operan en el extranjero a través de filiales, frente a la escasa importancia de este recurso a nivel nacional.

Dado que las emisiones exteriores no se negocian en los mercados españoles de renta fija, éstos no se han beneficiado del dinamismo reciente que han mostrado dichos activos. En este

sentido, cualquier esfuerzo dirigido a canalizar esa operativa hacia nuestro país tendría efectos favorables para el desarrollo de este segmento de la industria financiera nacional.

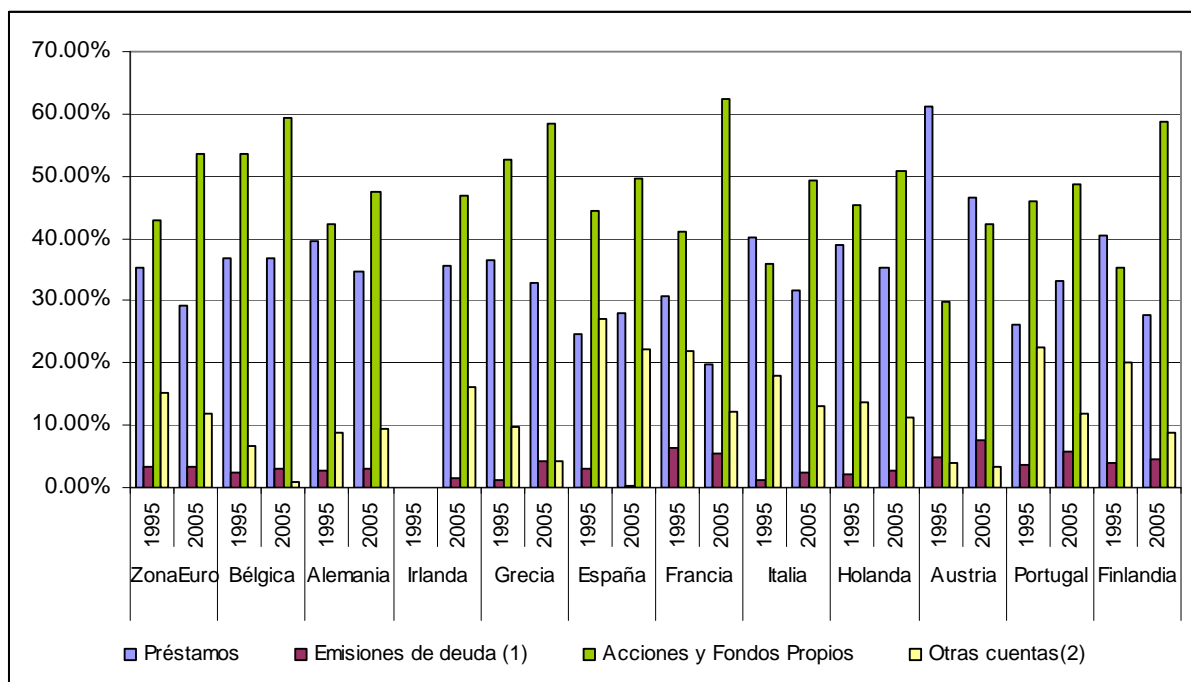
La anteriormente citada Ley 19/2003 ha intentado fomentar la emisión de títulos de renta fija por parte de filiales residentes en España (o en un territorio de la Unión Europea que no tenga la condición de paraíso fiscal) de empresas financieras y no financieras. Concretamente, entre otras medidas, se les da a los inversores extranjeros que adquieran valores emitidos por estas compañías el mismo tratamiento fiscal que reciben los que compran títulos de deuda pública española, de modo que los rendimientos que generan estos valores no se encuentran gravados por el impuesto sobre la renta de no residentes. Otro de los incentivos aprobados por la Ley es que los intereses asociados al préstamo de los fondos obtenidos en estas operaciones a compañías del grupo no están sujetos a retención. Por último, estas emisiones están exentas del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

Mediante esta serie de medidas, el regulador pretende estimular las emisiones en los mercados españoles de determinados valores de renta fija por parte de empresas residentes, tanto financieras como no financieras, en detrimento de la práctica comentada por la que las empresas recurren a emisiones de filiales en otros países, que revertían a su matriz los fondos captados en forma de préstamos. Entre estos instrumentos se incluyen las participaciones preferentes, que combinan características de las acciones y la renta fija, por lo que, desde el punto de vista de las entidades de crédito, presentan ciertas ventajas, al computar, a efectos de solvencia, como recursos propios.

#### **4.5. COMPOSICIÓN DEL PASIVO EN LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA**

La mejor forma de poner en contexto la estructura de financiación de las empresas españolas con su entorno europeo es mediante la comparación de las cifras de contabilidad nacional publicadas y homogeneizadas por el Banco Central Europeo. Así, en la Figura 4.3 se muestra la composición de las fuentes de financiación de las empresas no financieras europeas, comparando la situación existente en 1995 con la existente en 2005:

**Figura 4.3: Composición del pasivo de las empresas no financieras en Europa 1995-2005 (en % sobre total del pasivo de las empresas a nivel nacional)**



(1) Excluye los derivados financieros

(2) Incluye los derivados financieros

Fuente: Banco Central Europeo

A la luz de la Figura 4.3, pueden señalarse varias peculiaridades en la captación de fondos por parte de las empresas no financieras en España:

- (1) En línea con la mayoría de países, la principal composición del pasivo son acciones (cotizadas o no) y participaciones.
- (2) A su vez, como sucede en esta ocasión con la totalidad de países en la comparativa 1995-2005, el peso de esta fuente se incrementa con fuerza (en la media europea pasa de representar el 42% del pasivo en 1995 al 52% del pasivo en 2005).

- (3) El préstamo bancario en España, a pesar de avanzar a un nivel cercano al 30% del total del pasivo, tiene menos peso que en la media europea.
- (4) La importancia relativa de la financiación a través de préstamos bancarios puede verse distorsionada por la presencia de la categoría “Otras Cuentas Pendientes de Pago”<sup>7</sup>, que en la metodología del informe del Banco Central Europeo aparecen reflejada dentro de la categoría residual “Otras Cuentas”, cuya importancia es como puede observarse mucho menor en otros países que en España, que tiene el mayor peso en esta categoría de todos los Estados Miembros, haciendo difícil comparar esta categoría entre distintos países.
- (5) Por lo que respecta a la categoría más importante para el objeto de esta Tesis, la deuda emitida por las empresas no financieras, mientras que en el año 1995 España era el quinto país del entorno con mayor peso relativo de las emisiones de deuda en el pasivo de este tipo de empresas, en 2005 descendió hasta el último lugar en esta clasificación.
- (6) Mientras el peso relativo de las emisiones de deuda por empresas no financieras ascendía ligeramente en la media europea para el periodo considerado (frente a un 3,40% del pasivo en 1995, significó un 3,50% en 2005), en España el peso de estas emisiones de deuda se desplomó del 3,00% en 1995 a un 0,40% en 2005.
- (7) La pérdida de importancia de esta fuente se demuestra estable en fechas más recientes, al significar un 0,4% en 2009, según los datos mostrados en la Tabla 4.2.

#### 4.6. MERCADO DE CAPITAL EN ESPAÑA

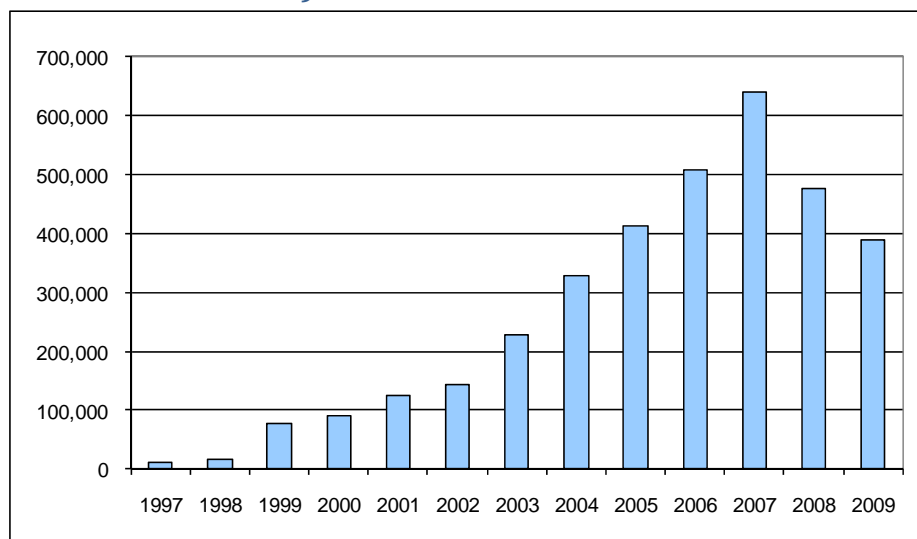
Con el objeto de conocer cuál ha sido la evolución y la importancia del mercado de renta fija en España, es preciso recurrir al principal mercado nacional, AIAF Mercado de Renta Fija,

---

<sup>7</sup> Esta categoría engloba Créditos comerciales y anticipos (la cual incluye los créditos, no materializados en los instrumentos anteriormente reseñados, concedidos a las Administraciones públicas, los concedidos/recibidos del Resto del mundo, y las relaciones clientes/proveedores entre Sociedades no financieras y Hogares), así como otras cuentas pendientes de cobro/pago, excluyendo créditos comerciales.

posteriormente englobado dentro del Grupo mF<sup>8</sup>. En concreto, la Figura 4.4 muestra la evolución en las admisiones a cotización del mercado AIAF desde 1997 a 2009:

**Figura 4.4: Admisiones a cotización mercado AIAF (cifras en millones de euros)**



Fuente: AIAF

El estallido de la crisis crediticia mundial en el verano de 2007 es el desencadenante del punto de inflexión que marca el inicio de los descensos consecutivos en los ejercicios 2008 y 2009. Pero si se analiza el continuo crecimiento exponencial en los volúmenes de emisión con anterioridad a 2007, debe prestarse atención a tres aspectos explicativos:

#### 1. Riesgo cambiario

Con la entrada en vigor del euro como moneda única europea el 1 de enero de 1999 desaparece uno de los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales en España: las emisiones en pesetas tenían un interés limitado para el inversor ante la existencia de riesgo

<sup>8</sup> Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, autorizada por Orden Ministerial del 1 de agosto de 1999. Por su parte, Grupo mF es el Holding resultante de la integración del Mercado español de Futuros y Opciones (MEFF), el Mercado español de Deuda Corporativa (AIAF) y la plataforma electrónica de negociación de Deuda Pública (SENAF). Dicha integración se produjo en 2001, de acuerdo a AIAF, "como respuesta de los tres mercados a las exigencias de integración que impone la globalización de los mercados, lográndose así conjuntar los recursos humanos y tecnológicos de dichas sociedades, reducir los costes para los Miembros de los mercados, mejorar la calidad del servicio y ofrecer soluciones técnicas e informáticas integradas".



cambiarlo, con la excepción limitada de las emisiones de deuda pública anteriores a esa fecha, y los bonos matador (emitidos por inversores no residentes en pesetas y en España). El salto cuantitativo entre los ejercicios 1998 y 1999 bien podrían corroborar este importante factor, pues definitivamente se logró atraer a inversores extranjeros con un apetito por diversificar carteras, incrementándose el número de participantes en el mercado, y lográndose una mayor liquidez en los mercados secundarios.

## 2. Deuda Pública

La interacción entre la actividad emisora de deuda pública y privada no debe pasarse tampoco por alto. Dos son los factores a tener en cuenta sobre la deuda pública:

### 2.1. Volumen de emisión

Las menores necesidades de recursos financieros por parte del sector público con anterioridad a 2007 lograron disminuir, del lado de la oferta, la “competencia” existente para que los emisores privados lograsen colocar su propia deuda entre los inversores, presionando al alza los tipos de interés en los mercados de capital. Éste es el fenómeno denominado “*crowding-out*” o “efecto expulsión”, que en este contexto consiste en el desplazamiento del sector privado de los mercados de financiación debido a la oferta de deuda pública.

La influencia del incremento del gasto público en el sector privado ha sido también objeto de atención desde la perspectiva académica de la Economía del Transporte (Izquierdo y Vassallo, 2004). La investigación señala el aumento del gasto público como causante de ese “efecto exclusión” de la inversión privada como consecuencia, entre otros efectos, de la elevación de los tipos de interés. Los autores diferencian este efecto respecto del efecto positivo del aumento de la inversión pública en infraestructuras, que por el contrario posee un efecto atracción o “*crowding in*” sobre la inversión privada, al incidir en la productividad del capital privado<sup>9</sup>.

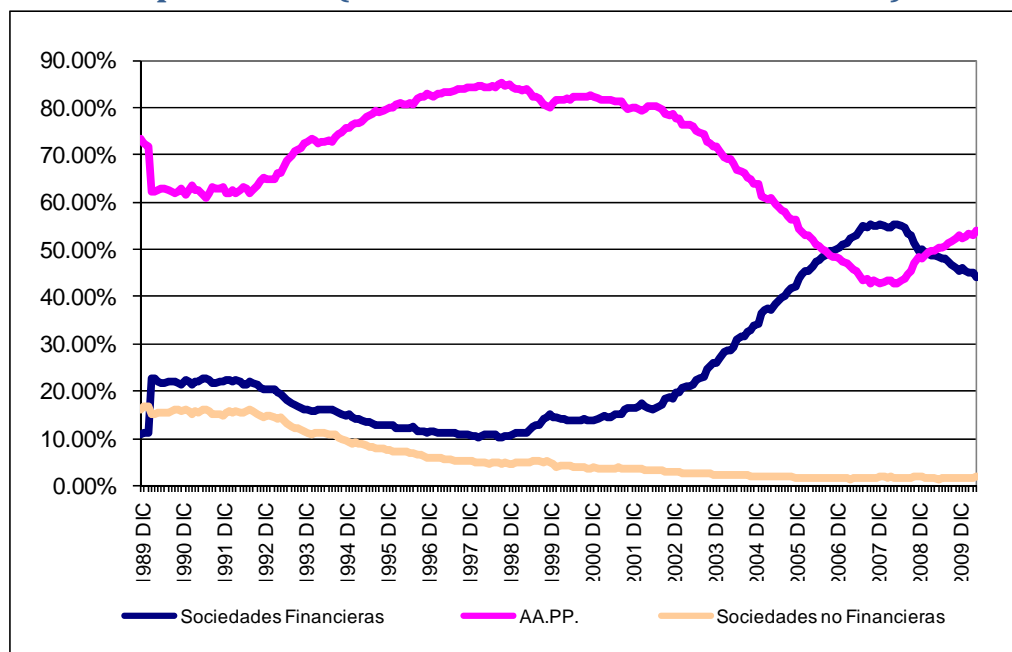
Durante los primeros años del Siglo XXI se vivió un proceso muy conocido de contención del gasto público y rigor presupuestario, en el marco de los inicios de la Unión Monetaria Europea.

---

<sup>9</sup> Las implicaciones de la inversión pública en infraestructuras sobre el sector privado forman parte del Modelo de Investigación y Simulación de la Economía Española (MOISEES) desarrollado desde los años 90 por el Ministerio de Economía y Hacienda.

La traducción de este fenómeno a la realidad de los mercados de deuda queda reflejada en la Figura 4.5.

**Figura 4.5: Mercado Primario. Saldo vivo de valores distintos de acciones por sector (sin incluir derivados financieros)**



Fuente: Banco de España

En definitiva, se aprecia cómo la deuda pública representaba cerca del 80% del mercado primario a finales de los años 90 del pasado siglo, frente a un peso algo superior al 40% a comienzos de 2008. Aún es más llamativo apreciar que en términos absolutos el saldo vivo de la deuda pública se ha multiplicado en este periodo por tres. La disminución viene explicada al haberse multiplicado por treinta el volumen de la deuda emitida por las instituciones financieras. A la luz de estos datos, sería interesante señalar que la pérdida de importancia relativa de la deuda pública con anterioridad a 2007 no generó un efecto “*crowding-in*” de las emisiones de deuda privada, sino posiblemente un efecto “*crowding-in*” para las emisiones de deuda por parte de las entidades financieras<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Quedaría por determinar, pero se aleja del objetivo de esta tesis doctoral, si se puede por tanto hablar de un fenómeno de “*crowding-out*” de las emisiones de sociedades no financieras ante la oferta de emisiones del sector financiero.

No obstante, en 2007 se produce el punto de inflexión ya comentado tras el estallido de la crisis crediticia, que al arrastrar la fortaleza de las cuentas públicas, ha producido desde 2007 a 2010 un repunte muy considerable del peso de la deuda pública en los mercados primarios, del 40% al 55%, que es previsible continúe a medio plazo a consecuencia de las necesidades de mayores recursos por parte del sector público.

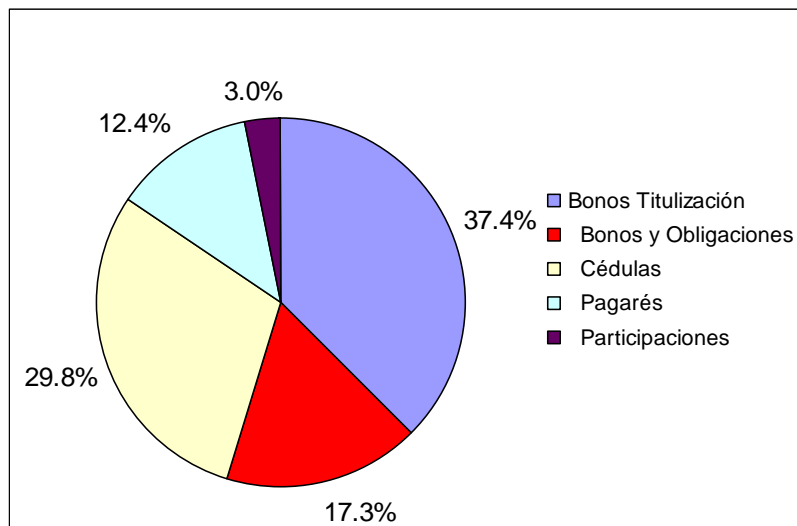
## 2.2. Rentabilidad

Otro factor que activa el mercado de deuda privada es, del lado de la demanda, la existencia de inversores que pretendan conseguir mayores rentabilidades con un riesgo razonable. Esto es especialmente palpable en un entorno de tipos de interés bajos, dado que la rentabilidad de la deuda privada se sitúa por encima de la deuda pública.

## 3. Titulización

Las espectaculares cifras de crecimiento en el mercado de renta fija están muy condicionadas por el incremento en un segmento muy concreto: las emisiones de fondos de titulización de activos por parte de las entidades financieras españolas. Según datos de AIAF, el saldo vivo de las emisiones en 2009 estaba claramente dominado por las titulizaciones, en concreto mediante los dos instrumentos en que se articulan estas emisiones, los bonos de titulización y las cédulas. La Figura 4.6 muestra cómo la suma de los dos instrumentos de la titulización ascendía al 67,2% del total de emisiones. Es importante resaltar que las entidades financieras han sido prácticamente en exclusiva los únicos actores en el mercado de la titulización en España.

**Figura 4.6: Distribución del saldo en circulación de emisiones AIAF por instrumento (2009)**

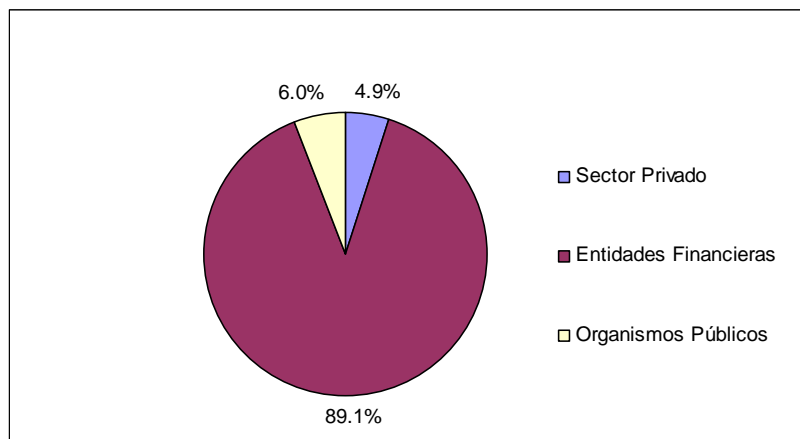


Fuente:AIAF

En definitiva, las causas explicativas del aumento de las emisiones de renta fija en España arrojan luz al respecto de que, lejos de haberse producido una apertura de los mercados de capital para las sociedades no financieras españolas, en los últimos años se ha asistido a un protagonismo casi absoluto de las entidades financieras en los mercados de capital, y el aumento en los volúmenes es resultado del dinamismo de éstas.

La prueba de este hecho queda reflejada en la Figura 4.7, que muestra la división según la naturaleza de la entidad originadora de la emisión, de acuerdo a datos de AIAF.

**Figura 4.7: Saldo vivo de las emisiones de bonos y obligaciones por sectores (2009)**



Fuente: AIAF

#### 4.7. FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS CONCESIONARIAS EN ESPAÑA

Hasta este punto, el presente Capítulo ha analizado la situación global del pasivo del conjunto de las empresas no financieras en España, sin focalizar la atención en las empresas relacionadas con la inversión privada en infraestructuras.

Tradicionalmente, las empresas dedicadas a la construcción y explotación de obras públicas han venido recurriendo a la financiación de su actividad mediante la concesión de préstamos y créditos por parte de entidades financieras.

Dentro de este sector específico, es obvia la predominancia absoluta de las empresas concesionarias de infraestructuras, y dentro de éstas, las emisiones destinadas a la financiación de concesiones de autopistas. Es preciso determinar cuál es el ámbito productivo de los 6.587 millones de euros (el 4,9% del saldo total) que suponen el saldo vivo de los bonos y obligaciones emitidos por el sector privado. Esta clasificación se muestra en la Tabla 4.3.

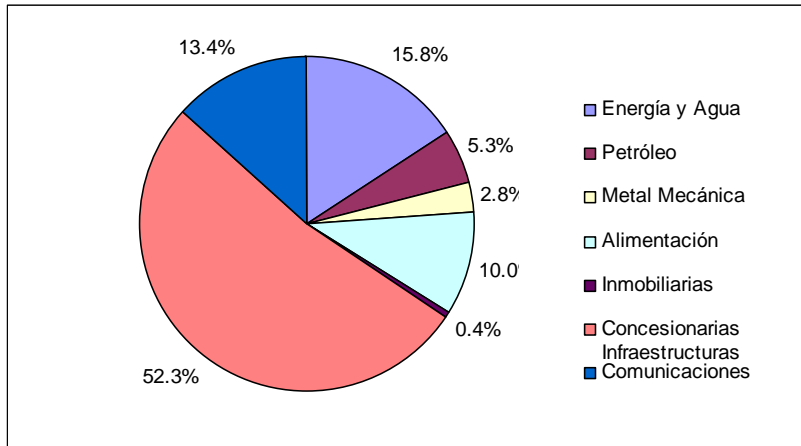
**Tabla 4.3: Saldos vivos de bonos y obligaciones emitidos por áreas productivas del sector privado, 2009 (cifras en millones de euros)**

<b>SECTOR DEL EMISOR</b>	<b>Saldo vivo de emisiones</b>
Energía y Agua	1.041,93
Petróleo	350
Metal Mecánica	185
Alimentación	660
Inmobiliarias	25
Concesionarias Infraestructuras	3.445,14
Telecomunicaciones	880
<b>TOTAL SECTOR PRIVADO</b>	<b>6.587,07</b>

*Fuente: AIAF*

La Tabla 4.3 evidencia la importancia relativa de las infraestructuras dentro del muy limitado volumen de emisiones realizadas por el sector privado en España. En términos relativos, la Figura 4.8 muestra que más de la mitad del volumen de la renta fija emitida por el sector privado en España ha sido originado por la actividad de las empresas concesionarias de infraestructuras.

**Figura 4.8: Distribución de los saldos vivos de bonos y obligaciones por áreas productivas en España (2009)**



Fuente: AIAF

A continuación se analizan las principales características de los aproximadamente 3.500 millones de euros en emisiones realizadas por concesionarias.

#### **4.8. EMISIONES DE DEUDA PROTAGONIZADAS POR CONCESIONARIAS DE INFRAESTRUCTURAS EN ESPAÑA**

La base de datos de AIAF permite identificar cada emisión específica de deuda realizada por empresas concesionarias de infraestructuras. En total, son 17 las operaciones de las que existe constancia en el archivo de AIAF, cuyos parámetros principales son resumidos en la Tabla 4.4.

**Tabla 4.4: Emisiones de obligaciones<sup>11</sup> concesionarias de infraestructuras negociadas en AIAF**

Emisor	Circulación	Terceros	Fecha de Emisión	Tipo de Interés	Calificación	Plazo (años)	Amortización	Último Precio
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	200.000.000,00	183.200.000,00	08-Aug-03	4.95%	A+ Fitch	10	Bullet	99.67
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	450.000.000,00	404.800.000,00	11-Feb-04	4.75%	A+ Fitch	10	Bullet	100.49
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	1.000.000.000,00	983.000.000,00	12-Jun-07	5.125%	A	10	Bullet	94.54
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	540.000.000,00	540.000.000,00	30-Mar-05	4.375%	A+ Fitch AA-S&P	15	Bullet	86.09
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	160.000.000,00	160.000.000,00	01-Feb-05	6mEuribor+44		20		
ACESA	20.000.000,00	20.000.000,00	19-Oct-00	3mEuribor+45		10		100.44
ACESA	20.000.000,00	20.000.000,00	19-Oct-00	3mEuribor+45		15		100.4
AULESA	229.400.000,00	220.867.000,00	08-Jun-04	4%	No	10	Bullet	96.97
AULESA	50.643.000,00	48.016.500,00	17-May-06	3.70%	No	10	Bullet	83.96
AUTOPISTAS DEL ATLÁNTICO, S.A.	66.111.000,00	64.879.500,00	31-May-01	4.19%		10	Bullet	99.03
AUTOPISTAS DEL ATLÁNTICO, S.A.	134.637.000,00	132.322.500,00	08-Jun-04	4%		10		97.22
AUTOPISTAS DEL ATLÁNTICO, S.A.	63.451.000,00	60.377.000,00	12-Dec-05	3.32%	No	10		79.34
AUTOPISTAS DEL ATLÁNTICO, S.A.	66.801.000,00	64.011.500,00	17-May-06	3.70%		10		80.73
AUTOPISTAS DEL ATLÁNTICO, S.A.	95.326.000,00	95.326.000,00	27-Mar-08	4.85%	No	10		99.82
AUTOPISTAS DEL MARE NOSTRUM S.A.	180.000.000,00	168.848.000,00	08-Jun-99	3.53%	?	10	Bullet	99.00
AUTOVÍA DE LOS VIÑEDOS	64.100.000,00	64.100.000,00	04-Nov-04	4.79%	Aaa/AAA(S&P)	23	Calendario	96.74
AUTOPISTA VASCO ARAGONESA, S.A.	200.000.000,00	187.571.000,00	15-Jun-05	3.55%	No	10	Bullet	81.95

Fuente: AIAF

<sup>11</sup> AIAF considera "bonos" a las emisiones con vencimiento entre 3 y 10 años, frente a "obligaciones" cuando su vencimiento supera los diez años.



#### 4.9. PAUTAS COMUNES EN LAS EMISIONES DE DEUDA PROTAGONIZADAS POR CONCESIONARIAS DE INFRAESTRUCTURAS

Distintas características generales pueden extraerse de las diecisiete emisiones registradas en AIAF, según se recoge en la Tabla 4.4:

- Con excepción de Autovía de los Viñedos S.A., ninguna de las emisiones tiene como objetivo la financiación de una nueva concesión. Por el contrario, se trata con carácter general de operaciones de refinanciación de préstamos bancarios. Esto significa que, salvo la excepción reseñada, ninguna emisión de deuda cubre el riesgo de construcción de un proyecto de infraestructuras.
- El vencimiento medio ponderado de las emisiones de deuda por parte de concesionarias de infraestructuras es de once años y medio, cifra a priori inferior al vencimiento más prolongado que pudiera esperarse para este tipo de instrumentos, sobre todo en relación a los vencimientos medios de préstamos bancarios en financiación de proyectos de infraestructuras. Esta característica también se explica por el hecho de tratarse de refinanciaciones de deuda, y no nuevos proyectos.
- Predominan las operaciones a tipo fijo (catorce de las diecisiete). El tipo de interés fijo medio ponderado es del 4,50%, tasa que parece bastante reducida en comparación con otras colocaciones coincidentes en el tiempo. La fiscalidad aplicada en el pasado a este tipo de operaciones hace que la tasa de interés efectiva sea superior a la teórica, ajuste que debe ser tenido en cuenta a la hora de poder comparar rentabilidades con otras inversiones.
- Con una única excepción, la devolución del principal de los bonos se produce íntegramente en la fecha de vencimiento legal de la operación (*“bullet”* en la terminología anglosajona). Únicamente la emisión de la Autovía de los Viñedos implanta un sistema de devolución de la deuda conforme a un calendario preestablecido.

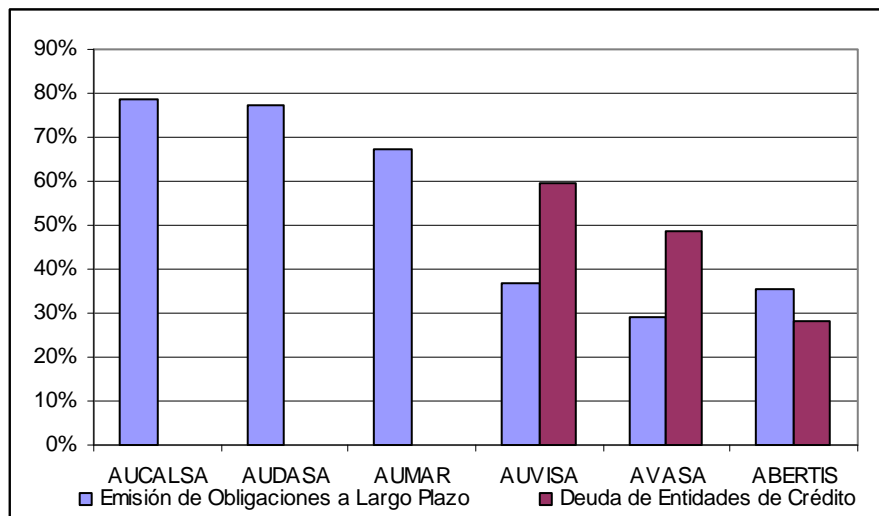
Tabla 4.5: Estudio del pasivo en diferentes concesionarios de infraestructuras

CATEGORÍA	CONCESIONARIA PARTIDA	AUCALSA		AUDASA		AUMAR		AUVISA		AVASA		ABERTIS	
		Importe(€)	%	Importe(€)	%	Importe(€)	%	Importe(€)	%	Importe(€)	%	Importe(€)	%
ACREEDORES A LARGO PLAZO	Emisión de obligaciones	280.043.000	78,5	769.630.310	77,5	180.000.000	67,2	64.100.000	37,0	200.000.000	29,2	1.570.000.000	35,5
	Deudas de entidades de crédito	-		-		-		103.000.000	59,4	334.000.000	48,7	1.237.500.000	28,0
	Otros acreedores	60.296.293,45	16,9	123.079.885	12,4	33.713.000	12,6	4.189.399	2,4	99.571.000	14,5	4.865.000	0,1
	Deudas con entidades del grupo											532.935.000	12,0
ACREEDORES A CORTO PLAZO	Emisión de obligaciones y pagarés	484.374,40	0,1	33.149.819,51	3,3			134.592	0,1	331.000	0,0		
	Deudas de entidades de crédito	-		19.225,21				249.830	0,1	17.029.000	2,5	41.787.000	0,9
	Deudas con entidades del grupo	13.453.029,68	3,8	33.826.743,97	3,4	35.112.000	13,1	8.714.000	0,0			779.756.000	17,6
	Acreedores comerciales	1.240.895,94	0,3	3.668.646,29	0,4	13.027.000	4,9	539.530	0,3	7.302.000	1,1	6.204.000	0,1
	Deuda con entidades del grupo											193.673.000	4,4
CRÉDITO NO COMERCIAL	Administraciones públicas	978.996,49	0,3	2.850.358,83	0,3	5.910.000	2,2	1.203.143	0,7	26.103.000	3,8	54.401.000	1,2
	Contratistas, certificaciones a pagar	72.437,86	0,0	10.817.172,31	1,1					439.000	0,1	1.617.000	0,0
	Otras deudas	121.163,72	0,0	16.072.539,91	1,6					488.000	0,1	2.597.000	0,1
<b>TOTAL</b>		<b>356.690.191,5</b>	<b>100</b>	<b>993.114.701,2</b>	<b>100</b>	<b>267.762.000</b>	<b>100</b>	<b>173.425.208</b>	<b>100</b>	<b>685.263.000</b>	<b>100</b>	<b>4.425.335.000</b>	<b>100</b>

Fuente: Memorias anuales de cada entidad (diciembre 2006)

Los datos de la Tabla 4.5 permiten comparar de forma específica cómo se distribuye dentro del pasivo de algunas concesionarias de infraestructuras el peso entre la financiación con recurso bancario y la financiación con recurso a los mercados de capital. Esta comparativa se refleja en la Figura 4.9.

**Figura 4.9: Porcentaje sobre el pasivo de algunas concesionarias de infraestructuras de las emisiones de obligaciones a largo plazo frente a la deuda con entidades de crédito**



*Fuente:Elaboración propia a partir de memorias corporativas*

Es interesante resaltar que frente al minúsculo porcentaje que representan las emisiones de deuda en el conjunto de las sociedades no financieras españolas, tal y como fue descrito al comienzo de este Capítulo, puede concluirse que el papel jugado por los mercados de capital en la financiación de las concesionarias de infraestructuras es determinante, llegando en algunos casos a suponer cerca del 80% del pasivo.

No obstante el peso de las emisiones de deuda mostrado por la Figura 4.9, debe realizarse una importante apreciación sobre estos datos. Hasta la actualidad, y con la principal excepción de la emisión de bonos realizada por la concesionaria AUVISA en 2004, el único recurso a los mercados de capital por parte de las sociedades concesionarias españolas se ha reducido a la emisión de obligaciones con el objeto de refinanciar la totalidad o parte de los préstamos sindicados con los que originalmente se financió la concesión mediante su amortización

anticipada. Se trata en suma de refinanciaciones de proyectos maduros, o *“brownfield”* en terminología anglosajona, frente a la posibilidad más profunda del recurso a los mercados de capital en la fase de lanzamiento (proyecto *“greenfield”*) que representa la titulización.

Si el papel de los mercados de capital es determinante en la financiación de las sociedades concesionarias de infraestructuras, mediante emisiones de obligaciones a largo plazo, puede abrirse una puerta al empleo de métodos más sofisticados e innovadores dentro de estos mercados de capitales para la captación de recursos, como es el caso de la titulización de los derechos de cobro futuros generados por las infraestructuras gestionadas.

#### **4.10. LA NECESIDAD DE FACILITAR LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO: LOS MERCADOS DE CAPITAL**

Las necesidades de financiación de las empresas dedicadas a la construcción y explotación de infraestructuras se ven afectadas por una situación financiera en España caracterizada por la falta de liquidez en el sistema financiero, que dificulta en buena medida el acceso al crédito por parte de las mismas.

Éste es uno de los principales ejes del Proyecto de Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas (PLCF), actualmente en fase de enmiendas, que será posteriormente uno de los ejes centrales de análisis tanto en el Capítulo 8 como en el Capítulo 9. El PLCF contempla en su primer artículo que tiene por objeto regular las especialidades en la financiación de los concesionarios de obras públicas, en atención a la conveniencia de arbitrar medidas que faciliten el acceso del contratista a los medios financieros necesarios para el buen fin de las concesiones.

Las empresas del sector de obras públicas han venido recurriendo a la financiación de su actividad mediante la concesión de préstamos y créditos por parte de entidades de crédito. Como principal excepción destaca la emisión de bonos realizada por el concesionario Avisa en 2004. Tal como se mostró en el Capítulo 3, las emisiones de bonos han sido de cualquier modo escasas en el conjunto de la economía nacional, suponiendo sólo el 0,4% del pasivo de las sociedades no financieras (Cuentas Financieras de la Economía Española SEC 95), frente al 3% de la Zona Euro o el 25% en Estados Unidos (Garrote y del Río, 2009).

Los altos crecimientos de la financiación a través de préstamos bancarios con anterioridad a 2007 pueden interpretarse como el resultado de unas condiciones de financiación muy laxas por parte de las entidades de crédito en nuestro país, la competencia entre las mismas, así como el atractivo de los bajos tipos de interés existentes.

La situación actual, por el contrario, está marcada por la caída del crédito bancario. Ésta es la consecuencia de la mayor aversión al riesgo por parte de las entidades de crédito, traducida en un considerable endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos bancarios.

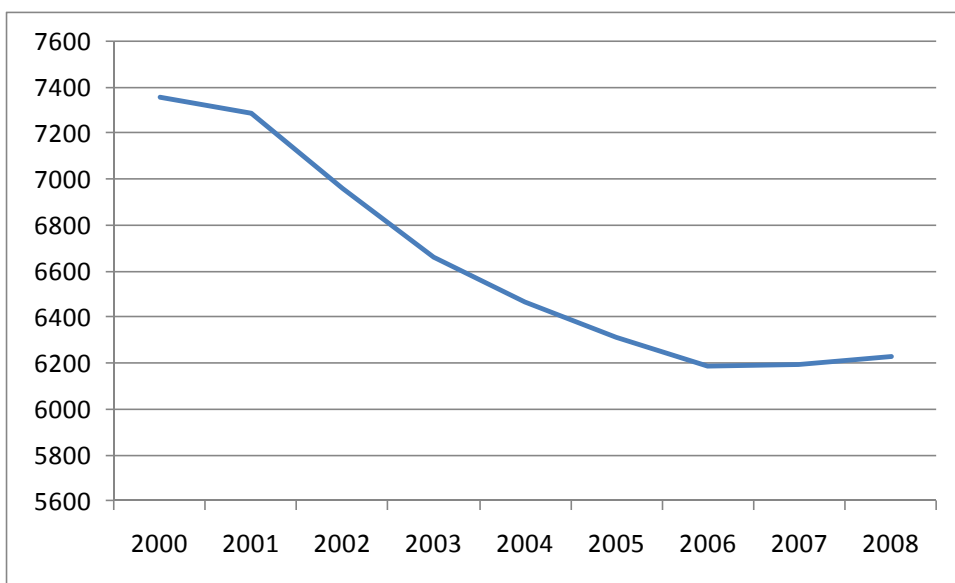
Otra de las razones para este endurecimiento se encuentra en la entrada en vigor de Basilea II, la regulación internacional sobre recursos propios, entre 2007 y 2008. Basilea II aumenta los requerimientos de reservas de capital salvo que la entidad bancaria opte por la implantación de un sistema avanzado de calificaciones internas de riesgo (*"internal ratings based"* o IRB). Tampoco puede olvidarse que en la actualidad se encuentran en proceso de discusión nuevas recomendaciones para la regulación bancaria, Basilea III, de entrada en vigor prevista para finales de 2012, lo que podría igualmente afectar a una aún mayor aversión bancaria al riesgo en la financiación de proyectos.

Los plazos de vencimiento de la deuda han sido históricamente una de las grandes ventajas competitivas de los mercados de capital frente a la financiación bancaria. Durante las décadas iniciales en el desarrollo de la financiación de proyectos, los mercados de capital han sido la única fuente capaz de proporcionar recursos con unos vencimientos en el entorno de los veinte años o incluso superiores. Esta tendencia se truncó desde el año 2000, cuando la banca comercial comenzó un proceso cada vez más agresivo de inversión crediticia, plasmado en la aceptación de periodos cada vez mayores para el repago de los préstamos bancarios. Este hecho aumentó la competencia de la financiación bancaria sobre los mercados de capital al poder la primera neutralizar la ventaja comparativa de los plazos de la deuda. Sin embargo, las recientes restricciones en la financiación bancaria convencional vuelven a significar una diferenciación marcada entre los plazos admitidos en la financiación vía préstamos convencionales frente a la emisión de deuda en los mercados de capital.

La financiación bancaria tradicional se encuentra afectada por la crisis crediticia que afecta a la economía mundial desde mediados de 2007. Del lado de la oferta, España vive un proceso de

consolidación de su sistema financiero que se traduce en una menor concurrencia. Esto es así por diferentes factores como el reordenamiento del sector de las cajas de ahorro, el impacto de la crisis en la banca extranjera, así como la menor exposición de ésta a España. La menor concurrencia supone una reducción en el acceso a recursos, como demuestran Calvo et al. (2009) en el caso chileno. La Figura 4.10 pone de manifiesto cómo el número de instituciones de crédito también se ha reducido en la zona euro, en concreto un 16% durante la última década.

**Figura 4.10: Evolución del número de instituciones de crédito en la zona euro**



Fuente: Banco Central Europeo

Por añadidura al problema de la reducción en el número de entidades financiadoras, en la actualidad se observa cómo las entidades endurecen sus condiciones para otorgar financiación (Rebollo y Martínez, 2010), estableciendo esquemas más restrictivos que comportan el denominado riesgo de cierre o incertidumbre sobre las condiciones financieras definitivas que aplicarán a los prestatarios en la operación (*"market flex"*). Dada la enorme volatilidad en los márgenes aplicados a préstamos para la financiación de proyectos, las entidades financieras se otorgan un cierto margen de discrecionalidad sobre las condiciones finales del préstamo, hasta el momento preciso de cierre de la operación. Con ello pretenden conocer las condiciones exactas del mercado en dicho momento, así como intentar contemplar en el precio cualquier modificación del proyecto que pudiera acaecer en su fase final.

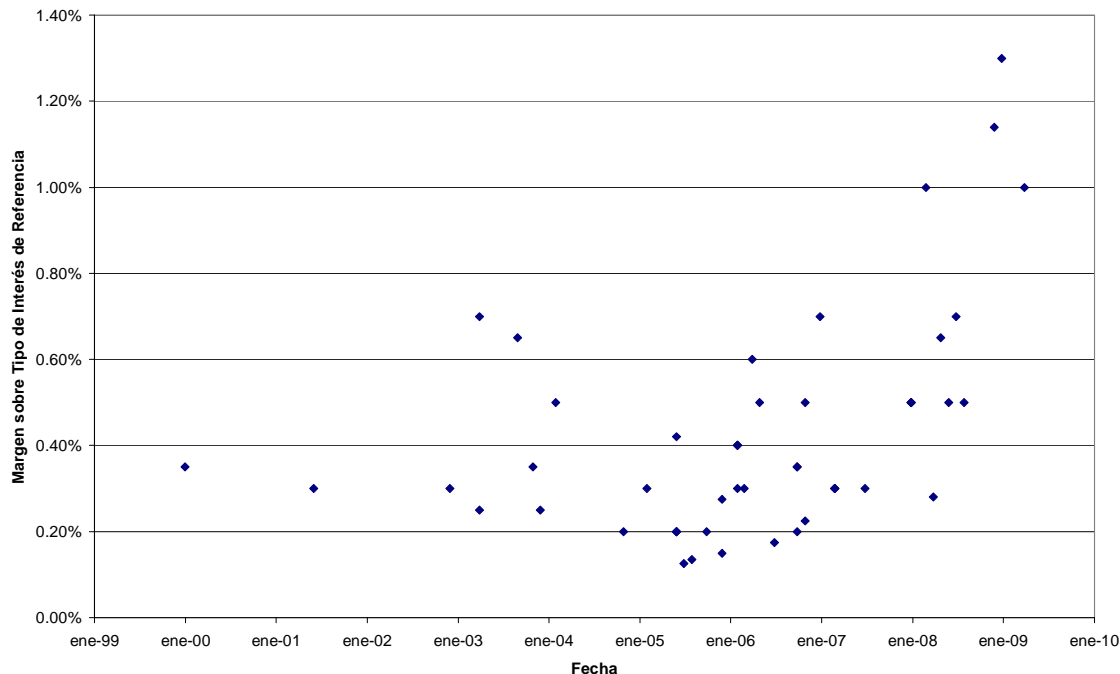
Otras cláusulas restrictivas pudieran ser la inexistencia de endeudamiento paralelo (*“market clearance”*), por las que el deudor se compromete con las entidades financiadoras a no solicitar un endeudamiento adicional con otra u otras entidades durante el proceso de concesión del préstamo.

En definitiva, las entidades financiadores reaccionan a las incertidumbres actuales de los mercados de crédito imponiendo importantes condicionantes a las empresas a las que conceden préstamos, así como rechazando un mayor número de solicitudes para financiar proyectos. Este hecho supone una dificultad adicional en el momento actual a la financiación a través de préstamos bancarios.

En situaciones de crisis crediticia como la presente, la dependencia exclusiva de las entidades de crédito como fuente única de financiación expone a la empresa de infraestructuras a situaciones donde la no concesión de crédito por parte del sector bancario le impida acometer nuevos proyectos. La falta de liquidez en el mercado bancario se convierte en un grave problema para las empresas dispuestas a invertir.

Es posible cotejar los costes de financiación incurridos en préstamos bancarios sindicados concedidos a proyectos de infraestructura a nivel europeo. Recurriendo a la base de datos *Thomson Reuters*, se selecciona a continuación la población de préstamos sindicados concedidos durante el periodo 1999-2009 para la financiación de infraestructuras en Europa, con margen sobre el tipo de interés de referencia conocido. Con el fin de eliminar las distorsiones producidas por los distintos niveles de subordinación existentes en cada operación, se aplica un filtro adicional para seleccionar exclusivamente aquellos préstamos que hayan sido considerados como grado de inversión (*“investment grade”*) por las agencias de calificación (Baa3/BBB/BBB o superior).

**Figura 4.11: Margen inicial sobre el tipo de interés de referencia en los préstamos sindicados por encima del grado de inversión concedidos en Europa para la financiación de infraestructuras (1999-2009)**



Fuente: Thomson Reuters

A pesar de la imposibilidad de poder comparar estos márgenes con los hipotéticos márgenes que hubiesen sido de aplicación en el caso de optar por emisiones de deuda, sí pueden extraerse dos conclusiones relevantes de la Figura 4.11:

- El endurecimiento del acceso a la financiación de infraestructuras vía préstamos bancarios se hace patente a nivel europeo. Frente a los diez préstamos sindicados por encima del grado de inversión concedidos en 2005 y los trece en 2006, únicamente se concedieron cinco préstamos en 2007 y dos en 2009 (dato a julio).
- Frente al margen medio observado en 2006, igual a 36 puntos básicos sobre el tipo de interés de referencia, en 2009 los márgenes se sitúan por encima de los 100 puntos básicos.

Por tanto, la Figura 4.10 pone de manifiesto la mayor dificultad de acceso a la financiación de infraestructuras a través de préstamos sindicados, así como el encarecimiento del coste de financiación asociado a dicha vía. Sobre una población de préstamos para la financiación de



autopistas en Europa entre 1994 y 2005, Blanc-Brude y Strange (2007) extraen un margen medio a cierre de 113 puntos básicos en el total de la muestra, y de 104 puntos básicos en las observaciones de España. Este mismo estudio afirma que el principal condicionante para la determinación del margen aplicado a la financiación de un proyecto de colaboración público-privada es el riesgo del mercado, mientras que otros factores como el tamaño, vencimiento o apalancamiento de la operación no tienen una influencia tan significativa en el coste del proyecto.

Todos los estudios realizados tras la crisis crediticia de 2007 destacan el incremento de los márgenes aplicados a los préstamos para financiación de proyectos. Así, la Encuesta de Inversores de E&Y para Reino Unido señala unos márgenes actuales para las PFI entre 250 y 300 puntos básicos sobre Libor.

En el subsector energético, el margen medio observado son actualmente 287 puntos básicos según la encuesta de Ashurst y Consilium (2009). El margen dentro de una desviación estándar está entre 260 y 310 puntos básicos.

Standard&Poor's (2006) señala el "apetito voraz" de los inversores por el sector de las infraestructuras, hasta el punto que podría dar lugar a la creación de una burbuja financiera por el exceso de demanda. La proliferación en años recientes de fondos de inversión en infraestructuras, aumentando la presión del lado de la demanda, ha facilitado que muchos operadores se desprendan de algunas de las infraestructuras bajo su gestión. Este estudio estima que la actividad de fusiones y adquisiciones en infraestructuras durante 2006 se elevó a un volumen de 145.000 millones de dólares USA, lo que representa un elevado crecimiento acumulado del 180% desde el año 2000.

La preocupación de esta agencia crediticia por el deterioro en la calidad crediticia de este tipo de operaciones se basa en la observación de unos ratios financieros cada vez más agresivos, como es el caso del ratio Deuda/EBITDA, que llega a situarse en un rango desde 12x a 30x. La aportación de fondos propios en las estructuras también muestra una tendencia a la baja, lo que se plasma en mayores apalancamientos.

Es por tanto conveniente que el PLCF contemple medidas efectivas que faciliten no sólo desde el punto de vista teórico, sino fundamentalmente práctico, el acceso de las empresas concesionarias a los mercados de capital. Ésa es desde luego la intención de la nueva norma, que establece en su artículo 7.1 que el concesionario pueda apelar a la financiación en los mercados de capitales nacionales e internacionales mediante la emisión de toda clase de obligaciones, bonos u otros valores negociables. No obstante, es necesario que el legislador articule medidas efectivas que hagan posible que esta posibilidad no quede en mera declaración de intenciones.

# CAPÍTULO 5: CONCEPTO Y PRAXIS DE LA TITULIZACIÓN A NIVEL INTERNACIONAL

---

## 5.1. INTRODUCCIÓN

Hasta el momento se ha procedido a identificar una acentuada necesidad de fondos privados para la financiación de obras públicas en España, para posteriormente poner de manifiesto cómo las empresas españolas recurren mayoritariamente a la financiación convencional a través de préstamos concedidos por entidades financieras. Considerando la falta de liquidez que afecta al mercado bancario, en el Capítulo anterior se proponía el recurso a los mercados de capital como alternativa viable para la financiación de infraestructuras.

La titulización de activos es una de las alternativas que posibilitan los mercados de capital para la captación de fondos.

En un siguiente paso, este quinto Capítulo pretende cubrir los siguientes objetivos:

- Conceptualización de la titulización de activos.
- Identificación de mercados donde existan precedentes de empresas que recurran a la titulización como fuente de financiación.
- Determinación de las características de dichos mercados que hayan posibilitado el desarrollo de dicha técnica.

## 5.2. CONCEPTUALIZACIÓN DE LA TITULIZACIÓN

El primer objetivo del Capítulo es mostrar una definición válida para el concepto de la “titulización”.

La palabra original en lengua inglesa, “*securitization*”, proviene etimológicamente del término “*security*”, cuyo significado en español es título o derecho de naturaleza económica. Por tanto, la palabra viene a significar “transformación en títulos”, algo que en español puede reflejar igualmente el término “titulizar”. El término “*securitization*” aparece por primera vez en 1977 en

la columna “*Heard on the Street*” del Wall Street Journal tras la sugerencia de su empleo por Lewis S. Ranieri, cuyo papel en el nacimiento del mercado está descrito en el Apéndice A. El propio periódico señala que la palabra no existía en lengua inglesa, pero era perfectamente entendible (de forma incipiente, eso sí) en la jerga de Wall Street.

Continuando con esta vertiente etimológica, la Real Academia de la Lengua recoge el vocablo “titulizar” desde su vigésimo segunda edición (2001), en concreto como “*convertir determinados activos, generalmente préstamos, en valores negociables en el mercado*”.

Es interesante resaltar en primer lugar algunas aportaciones de autores españoles, para finalmente complementar esta visión con las definiciones y consideraciones de autores norteamericanos.

En nuestro país, Almoguera (1995) da expresamente cuenta de la novedad académica de la titulización dentro de la investigación en España citando aproximaciones conceptuales que no llegan a dar con la adecuada (Salem, Sánchez-Asiaín, Cummings, Henderson y Scout, Morrisyn o Rosenthal entre otros), hasta llegar a definirla como “*el proceso mediante el cual los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias, que son cedidas básicamente por entidades financieras, se destinan, una vez transformados, a la emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos*”.

Continuando en nuestro país, pero analizando ahora la cuestión desde la perspectiva académica del Derecho español, Payá (2002) sostiene: “*es el proceso financiero en virtud del cual el titular de una cartera de derechos de crédito y beneficiario de la financiación, la entidad originadora, acude a los mercados de capitales mediante la interposición de una entidad instrumental que emite valores negociables cuyas obligaciones de pago están únicamente respaldadas por la cartera de derechos de crédito que la entidad originadora cede a la entidad instrumental, y por los mecanismos de mejora crediticia que la entidad instrumental establezca al efecto*”.

Interesante resulta la definición propuesta por Alegría (2006), en la que es definida como “*un proceso de carácter financiero mediante el cual el titular de bienes (llamado a estos efectos originante) los transmite a un vehículo con el fin de que éste emita sobre la base de ellos*

*valores negociables susceptibles de ser colocados y/o negociados mediante oferta pública*". Es de justicia hacer notar que el propio autor califica esta definición como "*maleable*", al haber previamente comprobado cómo las definiciones de otros autores analizadas por el autor fueron a su vez sobrepasadas por las prácticas del mercado.

Tapia(1998) aporta una definición centrada en su naturaleza jurídica, "*el proceso en virtud del cual un sujeto (acreedor originario) que ostenta una posición jurídica acreedora (actual o potencial) respecto de otro u otros sujetos (deudores) que deben hacer frente al pago de su deuda en uno o varios momentos futuros, cede (cedente) aquel derecho de crédito de manera onerosa mediante una compraventa a otro sujeto, con personalidad jurídica o sin ella, pero dotado, en todo caso, de autonomía patrimonial (cesionario), quien integra aquel crédito en su patrimonio y emite valores negociables con la garantía del derecho o derechos de crédito cedidos, valores que serán adquiridos por inversores, preferentemente institucionales*". Es interesante rescatar de esta definición el concepto de "*derecho de crédito*", por su aplicación jurídica al objeto de esta Tesis.

Para García-Baquero y Maza (2003), "*la titulización es un proceso financiero que consiste en transformar cualquier activo susceptible de generar una corriente de ingresos en títulos o valores negociables. De este modo, se convierte un activo habitualmente ilíquido en otro que puede ser transmitido, cedido o vendido entre inversores financieros*".

Toda titulización conlleva un proceso inherente de transformación de la naturaleza de los activos, desde distintas ópticas. Este proceso no sólo transforma el grado de liquidez de los activos, sino otras dimensiones que caracterizan al activo como valor económico, entre las que podría citarse también el nivel de riesgo o la propia concentración de ese riesgo en términos tales como la diversificación geográfica o por número de deudores.

Esta idea de transformación es clave en otra de las principales aportaciones para acotar una definición concisa de la titulización aparece en Deacon (2004), desde una perspectiva financiera interna<sup>12</sup>:

---

<sup>12</sup>John Deacon, que entre otros altos cargos dentro del mundo de la titulización ha desempeñado la dirección de la división de "*Debt Principal Finance*" de UBS Londres, es otro ejemplo de cómo la mayor parte del desarrollo investigador en la materia lo han desarrollado los propios profesionales de la titulización, muchas veces ajenos al

*“El proceso de transformación de flujos de caja originados por activos subyacentes o derechos de cobro pertenecientes al originador (la entidad que crea el derecho de cobro) en una corriente continua de pagos, posibilitando así que dicho originador obtenga una financiación respaldada por activos a través de un préstamo o títulos de deuda (genéricamente conocidos como “assets-backed securities” o ABS), con recurso limitado a los derechos de crédito en vez de contra el originador en su conjunto, siendo una financiación de naturaleza autoliquidativa”*

Esta idea de transformación es ampliamente compartida por distintos autores, y explícitamente ha sido ya vista en la anterior definición de Almoguera (1995).

No obstante, existe otra línea doctrinal, como señala Alegría (2006), que deja en entredicho esta transformación, pues si bien puede defenderse desde el punto de vista de una transformación económica, sostienen que jurídicamente los créditos originales y los valores emitidos como consecuencia de la titulización mantienen su respectiva identidad sin transformarla.

Queda claro cómo el proceso de transformación del grado de liquidez del activo juega un papel clave en la titulización. En un mercado de capital con un funcionamiento correcto, el gestor de una determinada infraestructura puede optar por hacer plenamente líquidos hoy los flujos que espera recibir por la explotación de dicha infraestructura durante una serie de años. Nos enfrentamos por tanto a la necesidad de conceptualizar igualmente este término. Recurriendo como referencia clásica a Keynes(1936):

*“No existe, claramente, un estándar absoluto de “liquidez”, sino simplemente una escala de liquidez, una prima variable sobre qué consideración debe tomarse, además del interés de uso y los costes de posesión, estimando la atracción comparativa por la posesión de distintos tipos de bienes. El concepto de qué contribuye a la liquidez es parcialmente difuso, cambiando cada cierto tiempo y dependiendo de las prácticas sociales e instituciones”.*

Boulding (1950) define liquidez como *“una cualidad de los activos...que no es concepto clara y fácilmente medible”*. Hirshleifer (1970) define liquidez como *“la capacidad del activo para*

---

mundo académico. El irrefrenable dinamismo de las prácticas del sector puede ser una de las causas de este fenómeno.

*convertirse en el tiempo en fondos disponibles para su inmediato empleo o reinversión, aproximadamente en la forma de dinero”.*

Lippman y McCall (1986) proporcionan otra definición valiosa: *“el tiempo que se necesita hasta que un activo se intercambia por dinero”*. Su aportación principal consiste en asegurar que, a pesar de que la liquidez es una propiedad tanto del activo intrínseco como de su poseedor, las características de este último no tienen virtualmente impacto en la liquidez del activo. La facilidad para la venta del activo es una característica del mismo que puede verse afectada por condiciones externas del mercado.

En el mundo de la titulización, estas conclusiones de Lippman y McCall son fácilmente entendibles, ya que la liquidez, aplicada a la titulización, no es otra cosa que un reflejo de la confianza en el sistema, que en tanto perdure servirá de motor para facilitar más operaciones futuras dentro de un mercado geográfico y de tipo de activos concreto.

Frankel (1997) sostiene que los intermediarios del proceso de titulización redirigen los flujos de fondos desde los ahorradores, como los fondos de pensiones o las compañías de seguros, a los deudores, y que los intermediarios pueden reducir los costes de las distintas partes, especialmente en mercados volátiles.

Haciendo hincapié en la perspectiva financiera, Khotari (2006) define la titulización como un mecanismo de financiación estructurada por el cual una entidad trata de reunir una serie de flujos de caja identificables en el tiempo, transferirlos a inversores con o sin apoyo de otro tipo de colateral, y de esta forma lograr el objetivo de financiación.

No podría obviarse una definición puramente normativa, como es la propuesta en el marco de Basilea II por el Comité de Supervisión Bancaria (Convergencia Internacional de Medidas y Normas de Capital, 2004):

*“Una titulización tradicional es una estructura en la que los flujos de caja procedentes de un conjunto de posiciones subyacentes se utiliza para atender, al menos, al servicio de dos posiciones diferentes de riesgo estratificadas o ramos que reflejan distintos grados de riesgo de crédito. Los pagos efectuados a los inversionistas dependen del rendimiento de las posiciones subyacentes especificadas, y no se derivan de una obligación por parte de la entidad en las*

*que se originan esas posiciones. Las estructuras estratificadas o por tramos que caracterizan a las titulaciones difieren de los instrumentos ordinarios de deuda preferente o subordinada, por tanto que los tramos de titulación subordinados pueden absorber las pérdidas sin interrumpir los pagos contractuales a los tramos de mayor preferencia, mientras que la subordinación en una estructura de deuda preferente o subordinada se refiere a la prelación del derecho a percibir un ingreso procedente de una liquidación”*

Llegado este punto, corresponde a esta Tesis Doctoral aportar una definición sobre la titulación específicamente referida a activos de naturaleza no bancaria, tal como es el caso de los derechos de crédito generados por la explotación de infraestructuras. La titulación de derechos de crédito es el proceso mediante el cual una sociedad no financiera (cedente) cede a un vehículo financiero los derechos que posee sobre la explotación de unos determinados activos productivos. A su vez, este vehículo emite valores negociables que serán adquiridos por inversores, de forma que la totalidad o parte del riesgo asociado a la gestión del negocio titulado queda transferido desde el cedente al inversor. El riesgo de crédito de estos valores podrá estar en mayor o menor medida disociado del riesgo intrínseco del proyecto, a través del empleo de diversas técnicas propias de la financiación estructurada.

### **5.3. DESARROLLO RECIENTE DE LA TITULIZACIÓN**

Incluso a sabiendas de que algunos trabajos resalten la existencia de precedentes remotos desde la época del mercantilismo, como apuntan Shenker y Colletta (1991), la mayoría de autores coinciden en afirmar que la titulación nace en los años setenta del pasado siglo (Frankel, 1997). Los orígenes de la titulación tienen una innegable importancia, en tanto testimonian fundamentalmente el espíritu innovador de los profesionales que desarrollaron esta técnica. Estos orígenes se desarrollan con detalle en el Apéndice A.

Tras los hitos históricos señalados en el Apéndice A, se produce simultáneamente una expansión geográfica de la titulación por Europa, a la vez que un proceso paralelo de expansión por tipos de activos susceptibles de ser titulados. En 1985 se realiza en EE.UU. la primera titulación no hipotecaria en la que se ceden derechos de cobro provenientes de contratos de leasing, y ya en 1990 se produce la primera titulación no hipotecaria en



Alemania realizada por una filial de Citibank, en la que se ceden préstamos para el consumo. Durante la última década del siglo pasado se titulizaron multitud de activos en los balances bancarios, como leasings, préstamos consumo, préstamos para la adquisición de automóviles, tarjetas de crédito, préstamos a estudiantes o préstamos a pequeñas y medianas empresas.

Igualmente, la titulización amplió su ámbito de aplicación desde finales de los años noventa, con la emisión de fondos de titulización respaldados por activos del sector público, en los que el repago de la deuda, una vez más, recae en exclusiva en los flujos generados por los activos, sin tener en cuenta la capacidad de pago de la administración pública que realiza la emisión. Es la República Italiana la que más ha recurrido en el pasado reciente a este modo de encontrar una financiación más ventajosa y de reducir la deuda pública. No obstante, a partir de 2002, el posicionamiento de Eurostat establece una serie de limitaciones a la hora de calificar estas emisiones del sector público como fuera de balance, atendiendo a una transferencia real del riesgo, la existencia de garantías públicas etc.

La Tabla 5.1 muestra la variedad de activos no hipotecarios titulizados en EE.UU., tomando como referencia válida el año 2007, el último ejercicio anterior a la crisis crediticia.

**Tabla 5.1: Saldo vivo de las titulizaciones en EE.UU. por tipo de activo no hipotecario a diciembre de 2007**

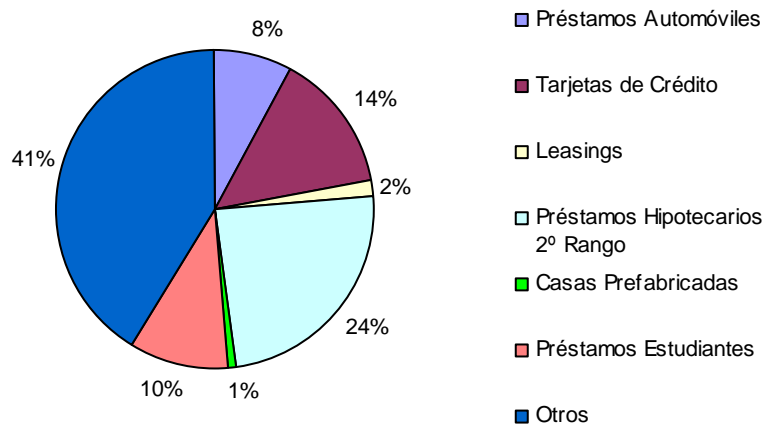
Tipo de Activo	Volumen
	(miles de millones de US\$)
Préstamos Automóviles	198,5
Tarjetas de Crédito	347,8
Leasings	46,2
Préstamos Hipotecarios 2º Rango	585,6
Casas Prefabricadas	26,9
Préstamos Estudiantes	243,9
Otros	1.023,5

*Fuente: Securities Industries and Financial Markets Association (SIFMA)*

La gran variedad de activos no hipotecarios susceptibles de titulización se pone de manifiesto en el hecho de que es precisamente la categoría “Otros” la más numerosa, según la Tabla 5.1.

La Figura 5.1 muestra el peso relativo de cada una de las anteriores categorías.

**Figura 5.1: Distribución por tipo de activo no hipotecario del saldo vivo de las titulizaciones en EE.UU. a diciembre de 2007**



*Fuente: Securities Industries and Financial Markets Association (SIFMA)*

En cada uno de los nuevos mercados donde la titulización se introdujo, la implantación de esta nueva técnica requiere un tiempo de transición, no pocas veces de “prueba y error”, y de discusión y modificación de los incipientes marcos legales. Con respecto al desarrollo de la titulización en un nuevo mercado, Arner (2002) señala la necesidad de un periodo de diez años para poder desarrollar un mercado de titulización en una nueva jurisdicción, a la luz de los desarrollos protagonizados por el sector en Estados Unidos y Reino Unido.

Finalmente, la situación del mercado de la titulización, sus prácticas y el papel de la desintermediación en la crisis financiera acaecida en 2007 son la más reciente materia de estudio, desde una perspectiva conjunta legal y financiera (Fagan y Frankel, 2009).

Dejando aparte el desarrollo pormenorizado de titulizaciones cada vez más complejas (como es el caso de los derivados) desde finales de los años noventa a la actualidad, el estudio debe continuar con el análisis de una práctica que surge a mediados de los años noventa del pasado siglo en el Reino Unido, las operaciones “*whole business securitization*”, también conocidas como “*corporate securitization*” o titulización corporativa. Frente a la práctica habitual de la titulización, donde una entidad cede a un fondo una parte perfectamente delimitada de sus

activos, en el caso de una titulización corporativa la entidad cede al fondo la totalidad de los flujos de caja provenientes de su actividad de negocio. Determinadas compañías británicas dedicadas a proporcionar servicios asistenciales y sociales fueron las pioneras en esta técnica, siendo seguidas por otras entre las que se encontraban hoteles, parques temáticos o cadenas de pubs, que igualmente cedían los ingresos futuros provenientes de sus respectivos negocios.

La importancia de esta práctica en el desarrollo reciente de la titulización, en concreto para el objeto de esta Tesis, radica en que dentro de la expansión de las titulizaciones corporativas entre distintos sectores, esta práctica adquirió una buena acogida entre empresas dedicadas a la explotación de infraestructuras, especialmente en el caso de aeropuertos (como el London City Airport) o empresas dedicadas a la explotación de áreas de servicio en autopistas (como Welcome Break), analizados en profundidad en el Apéndice B. La conexión entre el sector de las infraestructuras y la titulización a través de esta práctica hace necesario que la titulización corporativa sea tratada en detalle, con especial énfasis en las diferencias jurídicas entre el sistema británico y el español en relación a la aplicación de esta técnica.

Se hace necesaria una familiarización con las experiencias existentes sobre sociedades no financieras que han recurrido a la titulización en nuestro entorno más cercano, Europa, con especial énfasis en las actuaciones llevadas a cabo dentro del área de las infraestructuras y la gestión de servicios públicos.

#### **5.4. VISIÓN GENERAL DE LA TITULIZACIÓN CORPORATIVA**

Se pretende a continuación estudiar las bases que han permitido el desarrollo de un mercado de titulización de infraestructuras a través del análisis comparativo con la realidad más cercana en Europa, las operaciones denominadas “*whole business securitization*”<sup>13</sup> en el Reino Unido (principalmente en la década de los noventa del pasado siglo), que pueden ser referidas en nuestro idioma como “titulizaciones globales de negocios” o “titulizaciones de flujos globales”. En esta obra se empleará el término “titulización corporativa”, para resaltar la diferencia con respecto a la titulización convencional, llevada a cabo por entidades financieras. No obstante, debe adelantarse que a continuación se demostrará cómo los elementos diferenciadores entre

---

<sup>13</sup> De forma indistinta también se emplea el concepto “*corporate securitization*”.

estas operaciones y aquellas a las que se refiere esta Tesis Doctoral no las hacen trasladables al caso español.

El interés en este tipo de operaciones durante su auge en los últimos años de la década de los noventa se demuestra a través de su desarrollo en la literatura técnica, proliferando artículos en revistas financieras, a la vez que las agencias de calificación publicaban sus metodologías para el análisis de este tipo de operaciones (Pfister, 2000). En este sentido, se recurre a dichas agencias de calificación como principal fuente de referencia sobre la cuestión, específicamente a través de dos vertientes diferentes:

- Criterios metodológicos, con el objeto de profundizar en el análisis legal de este tipo de estructuras.
- Bases de datos de operaciones calificadas, con el objeto de cuantificar la importancia y características de este tipo de operaciones durante años recientes.

Como ha sido mencionado con anterioridad, se enfatiza una aproximación desde un enfoque legal, como explicación del desarrollo de este tipo de operaciones en el Reino Unido (y sensu contrario, como una de las razones de su casi inexistencia en la Europa continental), con un análisis más profundo a la hora de estudiar las experiencias llevadas a cabo por empresas de infraestructuras.

Uno de los objetivos específicos en este Capítulo, dentro del hilo continuo con el que este aspecto es tratado en otros capítulos, es introducir la importancia de cómo resuelven este tipo de estructuras la insolvencia del cedente. Será el Capítulo 8 el que desarrolle específicamente esta cuestión.

Cuando una empresa decide movilizar parte de su activo al titular el flujo de los ingresos que genera su actividad, incurre en dos diferencias significativas respecto al caso de una entidad bancaria que titula parte de su activo, como puede ser una cartera de préstamos (ya sean hipotecarios, de consumo, o concedidos a otra empresa):

1. La naturaleza legal de los recursos recibidos por el vehículo de titularización para hacer frente al repago de los bonos es distinta. En el caso de la empresa, se ceden recursos generados en el marco del desarrollo de su negocio durante años venideros, siendo

por tanto derechos de cobro futuros. En el caso de las entidades bancarias, se ceden recursos contractuales presentes (esto es, las obligaciones nacidas de los prestatarios frente a la entidad prestamista), que han sido originados ex ante, con anterioridad al cierre de la operación. En el primer caso, la empresa desconoce con exactitud cuál será el importe de los recursos que generará en años venideros, ni siquiera cómo se distribuirán en el tiempo. En el caso de la entidad bancaria, ésta conoce el importe exacto de las obligaciones de pago que cede al vehículo, y por las que generalmente recibirá la misma cantidad en pago de dicha cesión. Además, los propios contratos de crédito contemplan cómo se distribuirán exactamente los flujos de retorno en el tiempo (según la amortización acordada para cada préstamo).

2. La empresa no tiene por qué ceder la propiedad de los activos que generan los ingresos, mientras las entidades bancarias sí ceden la propiedad de los activos que generan los recursos. Esta segunda peculiaridad será analizada más en profundidad a continuación.

A finales de los noventa existía una sólida apuesta por la aplicación de esta técnica financiera en el ámbito de sociedades no financieras, si bien algunos autores la centran en la titulización de activos intangibles como derechos de autor (Downey, 1999), aunque el modesto número de las emisiones en la pasada década (que serán mostrados en este Capítulo) parece finalmente incumplir esta expectativa.

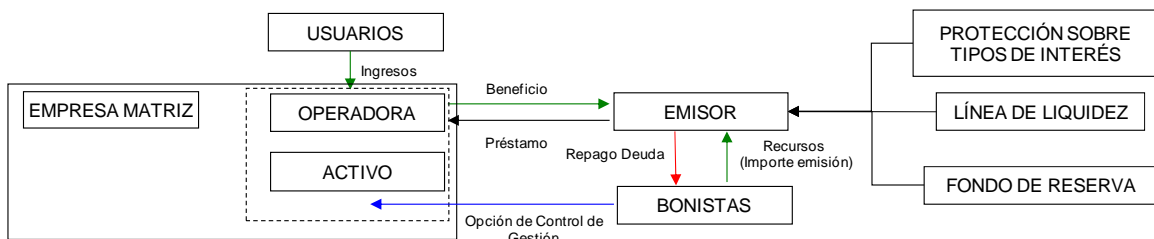
Conviene ubicar este tipo de operaciones dentro del continuo de opciones a disposición de las empresas a la hora de encontrar financiación para su actividad. Estas estructuras pueden catalogarse como híbridos entre una titulización al uso y la financiación convencional de compañías en el mercado de capitales a través de la emisión de deuda corporativa, como se explica a continuación. Ya en el Capítulo 4 se describió el continuum de formas de financiación que permiten los mercados en la actualidad. Analizando el caso del Reino Unido, un título emitido a través de la titulización de los ingresos de una empresa determinada cuenta con similares provisiones contractuales a las existentes en una emisión de deuda corporativa en este país, si bien permitiendo que los bonistas, a través de un mecanismo que se analizará posteriormente, puedan ejecutar sus derechos y llegar a controlar la gestión de la empresa objeto de su inversión.

En este mismo sentido, este tipo de estructuras adquieren un importante valor añadido si el marco legal protege a los inversores en este tipo de títulos, confiriéndoles el carácter de acreedores preferenciales sobre los flujos de caja generados por la compañía titulizada, sin tener que verse expuestos a los derechos de terceros acreedores de la empresa, del propio accionariado o de la declaración de periodos de moratoria en el caso de un proceso de insolvencia de la sociedad, circunstancias que en todo caso introducen incertidumbre para los inversores.

En muchos casos, el origen de estas titulizaciones son operaciones con financiación bancaria en su estado inicial, en general mediante préstamos con un periodo de vencimiento de entre cinco y siete años, que posteriormente deben ser refinanciados, recurriendo en este momento a la titulización.

El funcionamiento de este tipo de estructuras se esquematiza en la Figura 5.2, que representa cómo una determinada empresa cede a un vehículo emisor los derechos generados por la explotación de sus activos. A su vez, este vehículo emisor emitirá títulos que serán adquiridos por unos determinados inversores (los bonistas). Según se vaya produciendo la generación de ingresos por la explotación de los activos de la empresa operadora, éstos serán transferidos al emisor, que los empleará en el pago de intereses y repago del principal de los bonos emitidos.

**Figura 5.2: Esquema de una titulización corporativa en el Reino Unido**



*Fuente: Elaboración propia*

Con objeto de entender este tipo de estructuras, es preciso responder a una primera pregunta básica: ¿qué se tituliza en este tipo de estructuras?

La respuesta sería que en estas operaciones, típicas del mercado británico, una empresa cede a un vehículo todos o una parte significativa de los flujos generados por el desarrollo de su

actividad de negocio. Esta empresa operadora, que adquiere una deuda o compromiso con el inversor (el bonista) mientras continúa gestionando los activos de su propiedad, será el cedente dentro de la estructura de titulización (indistintamente denominado originador). A pesar de que cada operación puede plantear una estructura distinta, por regla general los fondos que serán transferidos al vehículo de titulización no son los ingresos brutos de la compañía, sino la cantidad restante una vez procedido el pago de los costes operativos de la compañía, para de este modo mitigar el riesgo de insolvencia en la compañía operadora que pudiera surgir de las propias obligaciones de pago a los bonistas de la titulización. Por regla general, la cantidad cedida es de esa forma el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (“EBITDA” en terminología inglesa).

Las titulizaciones corporativas se asemejan a emisiones de deuda corporativa convencionales. En ambos casos, la emisión de títulos no supone una transmisión de la propiedad de los activos de la empresa (“*true sale*”), sino que únicamente se otorga un derecho a los bonistas (“*secured loan*”) sobre los ingresos generados por estos activos durante una serie de años (hasta el vencimiento de la emisión). La empresa no pierde la propiedad sobre los activos ni incluso ante una situación de insolvencia, como se analizará más adelante. Tanto el interés del bonista de deuda corporativa como del bonista de un fondo de titulización de flujos globales depende en buena medida de la gestión de dichos activos llevada a cabo por la empresa deudora, propietaria de los activos.

Continuando con la comparativa entre la titulización corporativa y la financiación corporativa convencional con recurso a los mercados de capital, en el caso de la primera los inversores delimitan legalmente las actividades de negocio que la empresa deudora (o cedente) puede desarrollar, lo cual no supone la total eliminación del riesgo de negocio, pero sí un importante mitigante de dicho riesgo, al contar los bonistas con medidas reactivas a nivel de gestión del negocio.

Esta característica primordial es la que diferencia el fundamento legal de una titulización convencional de préstamos, que consiste en el “*true sale*” o cesión efectiva de los derechos económicos generados por el activo titulado, frente a la titulización corporativa, cuyo fundamento legal no es la cesión de la propiedad de una serie de activos, sino el “*true control*”

o la cesión del control efectivo de los activos a los inversores, en escenarios donde se haga patente la mala gestión de dichos activos por parte del cedente.

La legislación inglesa permite que en este tipo de estructuras la propiedad del activo no sea transferida al vehículo de titulización y por ende a los bonistas, sino que permanezca en la sociedad operadora, la propia empresa cedente, mientras que los bonistas sólo poseen en realidad un derecho de cobro ("*secured loan*") sobre los ingresos originados por dichos activos, así como una opción de control en la gestión de la compañía bajo el acaecimiento de determinadas circunstancias extremas. El repago de la deuda titulizada depende en buena medida de la capacidad de gestión del originador. Como consecuencia de esta exposición al riesgo de gestión, puede concluirse que empresas con una dilatada y sólida experiencia en su actividad tendrán mayor ventaja a la hora de recurrir a esta técnica, frente a empresas que se encuentren en la fase inicial de su actividad, al poder las primeras atraer el interés del inversor.

El bonista estará sometido a un riesgo operativo en línea al riesgo intrínseco de la compañía que origina dichos derechos de cobro. No obstante, a los bonistas se les confieren ciertos poderes para poder intervenir en la gestión de la empresa en el caso de que los resultados de la misma delaten incertidumbre para afrontar sus obligaciones de pago venideras. El más poderoso de estos mecanismos en manos del acreedor es la posibilidad de reemplazar al deudor en la gestión del activo, el denominado "*step-in right*" o derecho de reemplazo.

Este "*true control*" o control efectivo del que pueden llegar a gozar los bonistas intenta garantizarse mediante una serie de compromisos pactados entre el gestor de los activos y los bonistas. Pfister (2000) diferencia dos grandes tipos dentro de estos compromisos entre gestor y bonistas:

1. Compromisos financieros

Este primer grupo se refiere a ratios financieros que deben cumplir los gestores del activo. En el caso de que la gestión del activo arroje resultados inferiores a los ratios previamente acordados por las partes, se habilitará a los bonistas para intervenir en la gestión a través de la adopción de las medidas excepcionales que consideren convenientes aplicar. Con el objeto de permitir una intervención temprana de los bonistas en la gestión del activo, el ratio financiero



más empleado es el Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSD), entendido como el cociente entre la cantidad ingresos netos y la obligación de repago de la deuda durante un ejercicio determinado. Este ratio, que será analizado en el Capítulo 6, parte de un EBITDA ajustado en ocasiones por activos ilíquidos, ingresos de naturaleza excepcional etcétera. Es práctica general en operaciones financieras de este tipo el definir este RCSD como la media de los cuatro ratios trimestrales previos, con el objeto de evitar cualquier efecto distorsionador en negocios con una fuerte estacionalidad. Niveles mínimos de RCSD en el entorno de 1,25-1,35x suelen tener severas implicaciones en el desarrollo de una transacción, frente a valores algo más holgados del RCSD en el entorno del 1,35-1,45x que harían ejecutar medidas preventivas de control, como es el caso del nombramiento de asesores externos al equipo gestor, actuando en nombre de los intereses de los bonistas.

## 2. Compromisos restrictivos

Este segundo tipo de compromisos pretende limitar el desarrollo de operaciones financieras o empresariales entre el gestor y terceras partes tras el cierre de la titulización. Es el paso posterior a condiciones como el “*market clearance*” ya descrito en el Capítulo 4. Este tipo de compromisos tratan de evitar que como consecuencia de posibles operaciones futuras se deteriore o distorsione el riesgo de crédito de la empresa cuyos flujos han sido transferidos al vehículo de titulización. La siguiente lista ofrece una idea de los actos que pueden estar limitados bajo estos compromisos:

- Capacidad para adquirir o disponer de nuevos activos
- Prohibición de incurrir en operaciones que supongan un mayor endeudamiento ulterior de la empresa
- Prohibición de operaciones que supongan una diversificación del negocio
- Creación de derechos adicionales sobre los activos de la empresa
- Prohibición de distribución de dividendos entre los accionistas bajo ciertos escenarios

Una de las consecuencias de estas limitaciones es que el mercado tiende a considerar que este tipo de estructuras de titulización son más favorables para empresas ya consolidadas, con procesos de expansión ya concluidos y con ingresos suficientemente maduros. Ésta es la conclusión común a la que llegan las distintas fuentes mencionadas en este Capítulo. En

general, puede establecerse que buena parte de las distintas actividades relacionadas con la explotación de infraestructuras tratadas en esta Tesis, especialmente en relación con infraestructuras del transporte con tráficos maduros, o concesionarias de abastecimiento de aguas con escasa volatilidad en sus ingresos, cumplen esta premisa.

Frente a estas limitaciones impuestas en la gestión del cedente, éste cuenta con dos ventajas muy significativas al recurrir a esta fuente de financiación:

- Una reducción de los costes de financiación mediante la emisión de títulos con calificación crediticia superior a la que obtendría la propia empresa
- Mayor grado de apalancamiento comparado con el que se lograría mediante otras estructuras financieras alternativas.

## **5.5. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA TITULIZACIÓN CORPORATIVA EN EUROPA**

La evolución del segmento de titulizaciones corporativas en Europa puede estudiarse a través de los listados de operaciones calificadas por las distintas agencias de calificación.

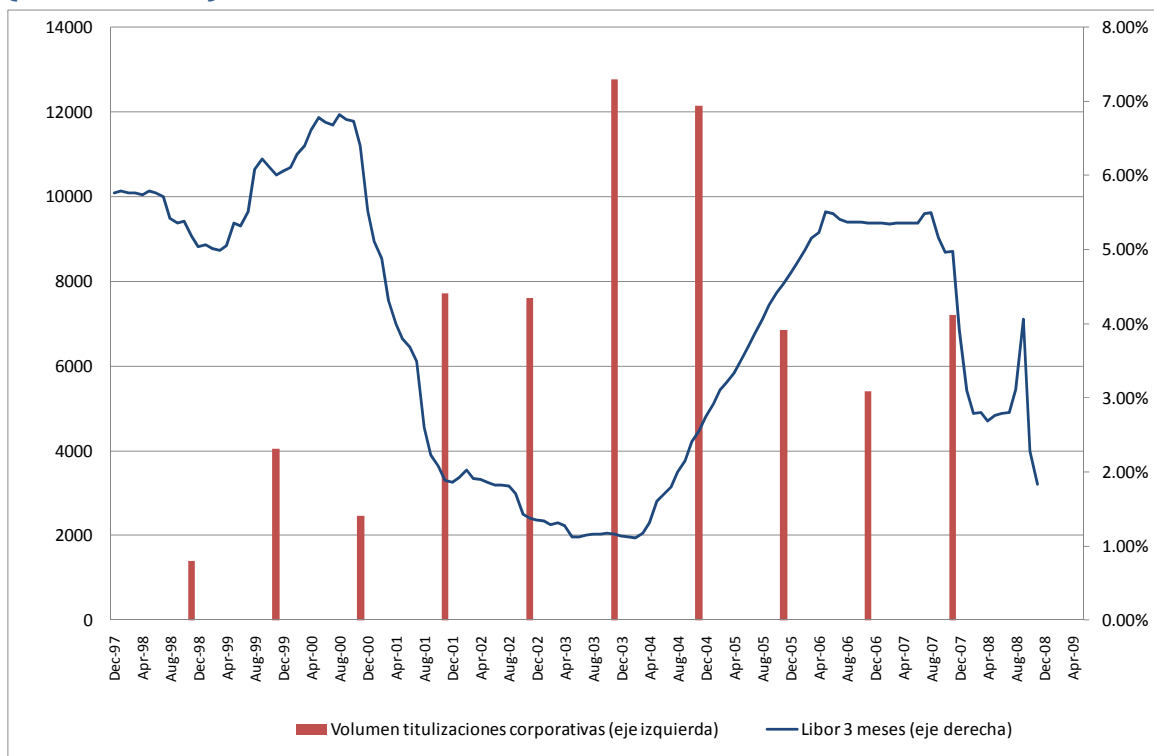
La Figura 5.3 muestra la evolución de esta práctica financiera en el Reino Unido. Desde los orígenes de la titulización corporativa en mercado, este segmento ha vivido un periodo de crecimiento exponencial desde los 1.400 millones de libras esterlinas en 1998, hasta los 12.700 millones de libras esterlinas en 2003 y los 12.100 millones de libras esterlinas en 2004. A partir de 2004 se produce un descenso en el volumen de títulos emitidos, llegando a estabilizarse entre 2005 y 2006 en el rango de los 6.000 millones de libras esterlinas.

La titulización corporativa es una técnica nacida en el Reino Unido, y dada la idoneidad de su marco legal, se ha desarrollado en este país con gran fuerza. El 85% de las titulizaciones corporativas emitidas desde 1998 a 2006 en Europa tuvieron lugar en el Reino Unido. No obstante, se produjeron igualmente algunas emisiones puntuales en otros países europeos, entre los que destacarían Italia (con dos operaciones, pero sumando un 10% de las emisiones),

Francia (con cuatro operaciones), o Alemania (donde a las cuatro operaciones cerradas se espera sumar más realizaciones principalmente en el campo de las energías renovables).

El desarrollo de la titulización corporativa, en tanto representa el recurso directo a los mercados de capital por parte de las empresas no financieras, se ve limitado en escenarios de alta liquidez, donde las entidades bancarias adoptan estrategias más agresivas de concesión de préstamos bancarios. Si esta agresividad se traduce igualmente en aceptar operaciones con vencimientos a mayor plazo, el resultado será que la titulización puede verse ahogada por la competencia bancaria. El coste de la deuda es uno de los principales factores en la toma de decisiones sobre la financiación corporativa, comparándose las condiciones ofertadas por la banca frente a las condiciones existentes en los mercados de capital. Así, en periodos con elevados tipos de interés requeridos por los bancos, puede producirse un estímulo para recurrir a los mercados de capital como alternativa para reducir el coste de la deuda. En un escenario contrario, con tipos de interés descendentes, las empresas encuentran un desincentivo para acudir a los mercados de capital. La Figura 5.3 muestra cómo han evolucionado los tipos de interés en la última década en el mercado británico frente a los volúmenes de titulizaciones corporativas emitidas.

**Figura 5.3: Evolución del volumen de emisión de titulaciones corporativas frente al índice de tipos de interés Libor a 3 meses (1997-2008)**



Fuente: British Bankers' Association y agencias de calificación

Los resultados de esta Figura 5.3 no muestran una clara correlación entre tipos de interés y volúmenes de emisión. Existen varios factores que pueden explicar esta imperfección:

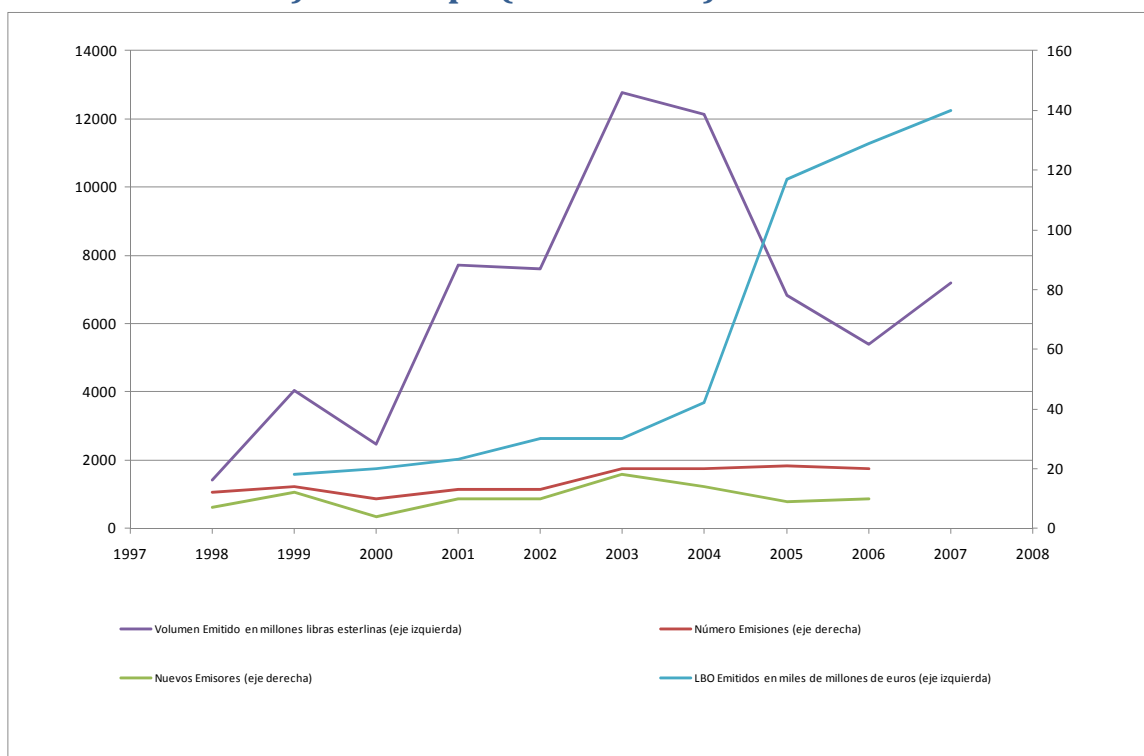
1. A partir de 2004 se produce una mejora en las condiciones de financiación generales del sistema, que finaliza en 2007, donde se posibilita el acceso a otras fuentes alternativas de financiación. Standard&Poor's señala las operaciones de "leveraged buy-out" (LBO) como uno de los principales competidores en el desarrollo de la titulización corporativa durante ese periodo de gran liquidez según apunta Standard&Poor's (2008).

Esta alternativa a la titulización consiste en la adquisición de una empresa mediante el recurso a un volumen elevado de deuda cuya garantía de repago es la generación de ingresos por la propia empresa, así como por el valor de la misma. La deuda, a pesar de poder articularse en muy diversas formas, se caracteriza por la preeminencia de préstamos concedidos por entidades bancarias. En general, se trata de empresas que precisan de una reestructuración integral en su financiación, típicamente por afrontar planes agresivos de expansión. Esta

estrategia es especialmente desarrollada por inversores que buscan elevadas rentabilidades (como por ejemplo el sector del “*private equity*”), y ha cobrado gran interés, incluso académico, en España (Manzano, 2007).

La Figura 5.4 muestra la evolución de la titulización corporativa frente a esta forma de financiación alternativa que aportan los LBOs en el conjunto de Europa.

**Figura 5.4: Emisiones de LBO (en volumen) y de titulización corporativa (en volumen, número de operaciones y número de nuevos emisores) en Europa (1997-2007)**



Fuente: agencias de calificación y Standard&Poor's LCD

La Figura 5.4 pone de manifiesto la relación inversa en la emisión de LBOs y titulizaciones corporativas.

2. A partir de finales de 2007 se produce una caída en los tipos de interés que no se traduce en un aumento de la emisión al resultar todos los mercados, bancarios y de capital, afectados por la crisis crediticia, dibujando un escenario de falta de liquidez en el sistema.

Del mero análisis de la evolución de volúmenes emitidos no puede inferirse la generalización o no de esta técnica entre las empresas, ya que por ejemplo una única empresa emisora con

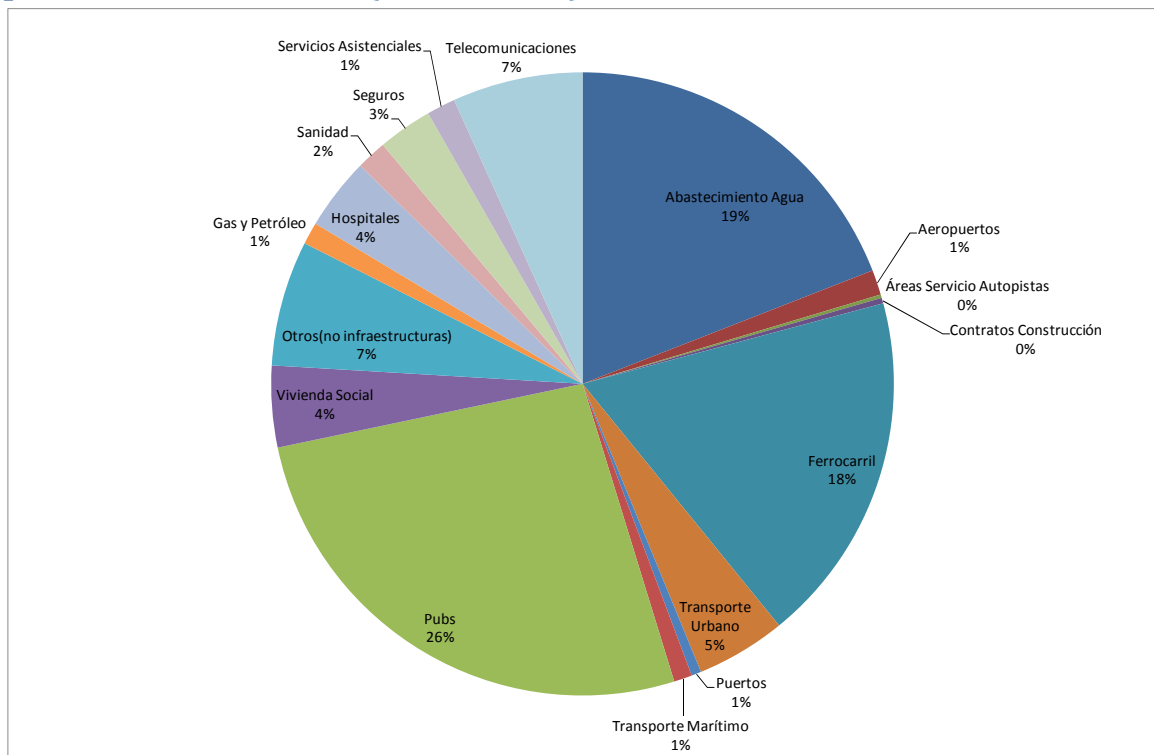
elevados volúmenes podría distorsionar el parámetro realmente importante para medir la popularidad de la titulización corporativa. El parámetro que más aporta sobre la generalización de esta técnica es el número de nuevos participantes, es decir, el número de nuevas empresas que año tras año recurren a la titulización de sus ingresos. Así, en la Figura 5.4 se observa también cómo, a pesar de la disminución en volúmenes de emisión, cada año son unas diez las nuevas empresas que recurren a esta práctica financiera.

Otro de los parámetros que sirven para medir la actividad del negocio es el número de operaciones cerradas al año, pues debe tenerse en cuenta que los honorarios de muchos agentes están más ligados al número de operaciones en las que han participado que con el propio volumen de las mismas. En término de operaciones cerradas cada año, su número se mantiene estable o moderadamente creciente en toda la serie analizada en la Figura 5.4, sustentado por la proliferación de operaciones de emisores recurrentes.

Es una práctica extendida que algunas empresas salgan a mercado de forma recurrente en distintos momentos, pero emitiendo siempre bajo las mismas condiciones estipuladas en la emisión inicial, lo que configura una especie de programa recurrente de emisiones. Esta práctica es conocida como "*tap issue*", y permite así una reducción de los costes fijos asociados a cada nueva emisión.

La siguiente pregunta que debe responderse es la importancia de las empresas de infraestructuras dentro de la titulización corporativa. A través de la recogida de datos provenientes de las agencias de calificación, es posible analizar cuál es dicho peso. Esta distribución por sectores se muestra en la Figura 5.5.

**Figura 5.5: Distribución de la titulización por sectores en Europa por volumen emitido(1998-2006)**



Fuente: agencias de calificación

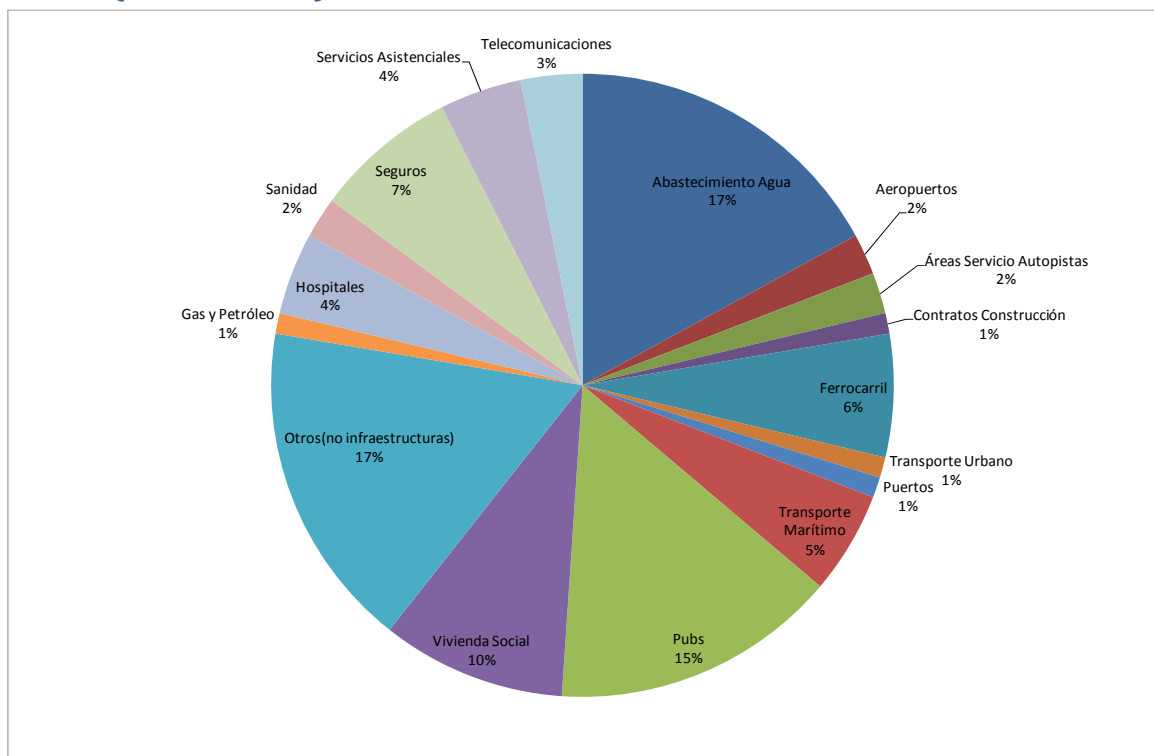
De acuerdo a la Figura 5.5, el 26% del volumen de titulizaciones corporativas en Europa entre 1998 y 2006 fue emitido por empresas gestoras de infraestructuras, en distintas subcategorías (ordenadas por orden decreciente en volúmenes de emisión):

- Ferrocarriles
- Transporte urbano
- Aeropuertos
- Transporte marítimo
- Puertos
- Contratos de construcción
- Áreas de servicio en autopistas

Es importante resaltar que si a este 26% de emisiones de empresas gestoras de infraestructuras se le adicionase el 20% de la principal subcategoría (empresas de abastecimiento de agua), podría verse la importancia conjunta de las empresas de infraestructuras y servicios, sumando entre ambas un 46% de las emisiones en Europa.

La información anterior, por volúmenes de emisión, debe paralelamente validarse según el peso del sector en términos de número de operaciones (hay que tener en cuenta que muchos actores del mercado de la titulización son retribuidos en una relación más directa al número de operaciones cerradas en las que participan, como ya ha sido mencionado con anterioridad). Según refleja la Figura 5.6, la importancia de transportes y abastecimiento de aguas se mantiene, significando aproximadamente una tercera parte del número de operaciones emitidas en el periodo estudiado.

**Figura 5.6: Número de operaciones de titulización en Europa por sector(1998-2006)**



*Fuente: agencias de calificación (las operaciones recurrentes o "tap issues" han sido excluidas)*

## 5.6. ANÁLISIS DEL ACTIVO

Cualquier estrategia de titulización, antes incluso del estudio de aspectos legales, debe comenzar por un análisis detallado del activo, en este caso para conocer hasta qué punto los ingresos generados por la actividad de la empresa son suficientes para atender las obligaciones de pago nacidas de la emisión de la deuda.



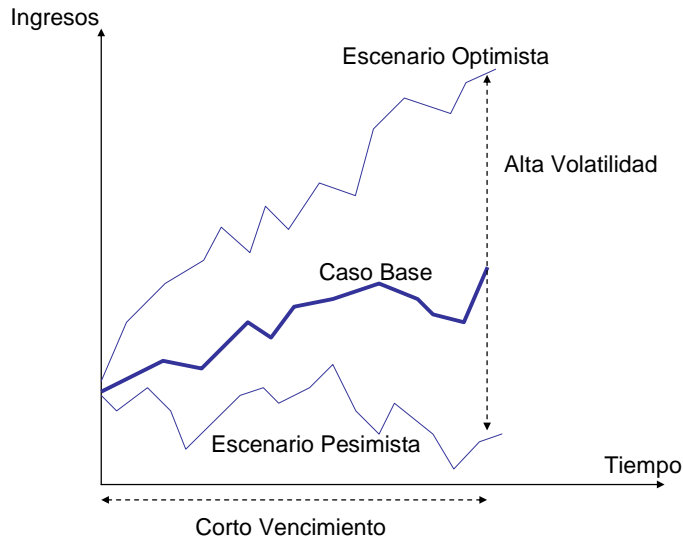
Por regla general, el análisis del activo comenzará por requerir estudios emitidos por una parte independiente (como pueden ser estudios de tráfico, estudios de demanda de agua etc.), que podrán ser complementados con las expectativas de la propia empresa.

En una situación de crisis de los mercados de capital como la existente en el momento de realización de esta Tesis Doctoral, la tendencia común en el mercado parece ser una vuelta a los fundamentales, donde los inversores mostrarán su confianza en la capacidad de generación de ingresos, más allá de estructuras financieras de mayor complejidad. En este sentido, podría volverse la vista a estudios realizados en el pasado que analizan estas titulizaciones corporativas. En este sentido destacaría el análisis expuesto por Gasser (2002) sobre la evaluación del activo a titular, sosteniendo que la reducción en la volatilidad o incertidumbre de los ingresos generados por un negocio, así como una larga duración del periodo en el que la compañía ceda sus ingresos a un vehículo de titularización tendrán los siguientes efectos positivos en la estructuración de las operaciones:

1. Permitirá un mayor apalancamiento financiero
2. Logrará un mayor periodo de vencimiento para el pasivo emitido
3. Exigirá menores requisitos de fuentes de liquidez o mejora crediticia
4. Hará posible una mejor calificación crediticia

Esta comparación se puede entender gráficamente en el ejemplo mostrado en la Figura 5.7.

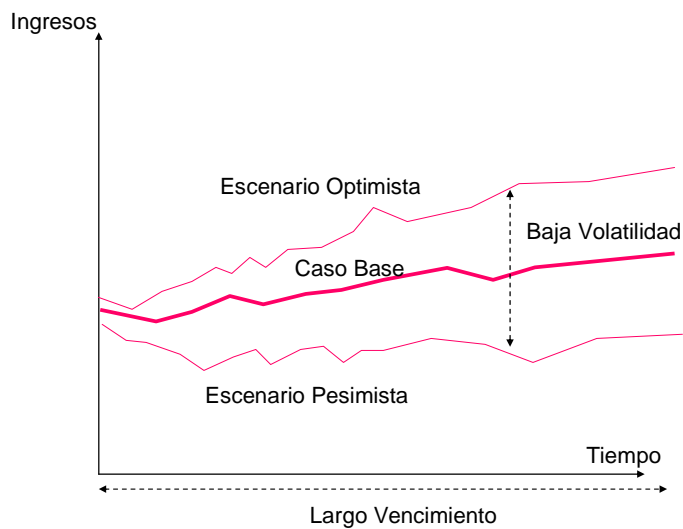
**Figura 5.7: Ingresos generados por negocio con elevada volatilidad y corto plazo a vencimiento**



*Fuente: elaboración propia*

En contraposición, la Figura 5.8 representa el caso opuesto, más adecuado para una operación de titulización.

**Figura 5.8: Ingresos generados por negocio con baja volatilidad y corto plazo a vencimiento**



*Fuente: elaboración propia*

No se puede concluir que todos los inversores prefieran tomar posiciones en una titulización respaldada por unos ingresos esperados como los del segundo escenario. Dependerá en todo caso de su mayor o menor aversión al riesgo, el interés ofrecido por los bonos así como de la necesidad de optar por inversiones a mayor o menor plazo.

Las infraestructuras, no obstante, y especialmente servicios como los relacionados con el agua, tienden a encuadrarse en formas de negocio más próximas al segundo esquema. Con relación a los inversores, existe un segmento muy definido y de gran peso, como son los fondos de pensiones, que buscan un riesgo muy acotado en sus inversiones, y que a su vez exigen plazos de inversión muy largos, para hacer así frente a sus propias obligaciones de desembolso, igualmente a muy largo plazo. Las preferencias de este tipo de inversor fueron analizadas en el Capítulo 4.

Pueden existir inversores que apuesten por menores ingresos esperados en el caso base, si por el contrario una baja volatilidad hace prever que los ingresos esperados en un escenario negativo sean superiores a los que puedan darse en el escenario negativo de un caso base más elevado.

Si la ventaja más significativa de esta herramienta es la obtención de mejores condiciones financieras al permitir mejorar la calificación crediticia intrínseca de la propia empresa, la conclusión natural de este postulado será que dicha herramienta tendrá menor aliciente para empresas que ya de por sí cuenten con una elevada calificación crediticia. Pero debe señalarse que, en el extremo opuesto, se maximizarían sus ventajas para una empresa que no pueda recurrir a los mercados de capital por carecer de calificación crediticia, pues en este caso la segregación de una serie de activos con unas perspectivas de ingresos lo suficientemente acotadas lograría optimizar las condiciones de financiación de la empresa.

Moody's (2002) expone una serie de condiciones que permiten determinar la mayor o menor idoneidad de una empresa para la cesión de sus ingresos a un vehículo de titulización. Las condiciones de idoneidad son las siguientes:

1. El valor del activo debe ser en buena medida independiente de la labor de su operador
2. El valor del activo puede ser precisado de una forma razonablemente objetiva

3. El valor del activo, así como los ingresos que genera, dependen de factores conocidos y puede esperarse como suficientemente constante
4. Debe existir un mercado que proporcione liquidez a los activos
5. Debe ser posible una gestión alternativa del activo sin incurrir en costes muy diferentes
6. El operador del activo puede ser sustituido garantizándose la continuidad del servicio
7. El operador debe tener una dilatada historia y continuará siendo una empresa suficientemente capitalizada después de la cesión.

El siguiente paso en el análisis sería juzgar cómo se adapta a esta lista de condicionantes un operador de una infraestructura determinada, basándose en respuestas cualitativas:

### **Tabla 5.2: Condiciones de idoneidad de la explotación de infraestructuras en la titulación corporativa**

(según la misma numeración empleada en la lista anterior)

<b>CONDICIÓN</b>	<b>IDONEIDAD</b>
1	Alta en terminales de transporte y abastecimientos de agua Baja en resto de infraestructuras
2	Alta en infraestructuras de edificación Baja en resto de infraestructuras
3	Alta
4	Baja
5	Media
6	Baja
7	Generalmente alta, en todo caso en función del operador y no de la infraestructura en sí

*Fuente: elaboración propia a partir de las condiciones enunciadas por Moody's*

En consecuencia, puede concluirse que las infraestructuras pueden ser más aptas para este tipo de operaciones si reúnen las siguientes características:

1. El valor de la infraestructura no está directamente relacionado con la explotación que realice el operador, como pudiera ser el caso de un centro de transportes (intercambiador, puerto, aeropuerto...), con elevado valor del suelo que ocupa.
2. Los ingresos generados por la infraestructura son en cierta medida predecibles dentro de un cierto rango, algo que ocurre en buena parte del sector.
3. El operador presenta suficientes credenciales y experiencia en el sector, lo cual dificulta esta vía a empresas que carezcan de una cartera amplia de infraestructuras operadas antes de afrontar una nueva operación.
4. En línea con el segundo punto, cuando una operación plantea la titulización de ingresos generados por una infraestructura que se encuentra en servicio durante un periodo de tiempo anterior, la viabilidad de la operación aumentará.

## **5.7. ASPECTOS LEGALES DE LA TITULIZACIÓN CORPORATIVA**

### **5.7.1 La titulización ante una situación de insolvencia de la compañía operadora**

La principal peculiaridad de este tipo de estructuras es el hecho de que permiten que los activos de la compañía específicamente movilizados por la titulización se encuentren perfectamente identificados, diferenciados y aislados de la masa en una posible situación de insolvencia del cedente. Este aspecto representa el principal objeto de análisis legal del marco de la titulización. Dada la relevancia de la cuestión para la Tesis Doctoral, en este Capítulo se introduce la perspectiva del Reino Unido, que será comparada con el caso español en el Capítulo 7, y finalmente objeto exclusivo del Capítulo 8.

La idea financiera básica es intentar garantizar una continuidad en la explotación, tratando de evitar que la “parálisis” del cedente se traduzca en una “parálisis” en la generación de ingresos. No obstante, existen esquemas donde se ha recurrido a la titulización a pesar de no estar garantizada la continuidad en la generación de ingresos tras la insolvencia del cedente. En este segundo esquema, el planteamiento consistiría en tratar de evitar la insolvencia del cedente mediante ciertos mecanismos de mitigación, legales o financieros.

En referencia a los beneficios de la continuidad, Hill (2002) defiende que el mayor valor añadido aportado por esta técnica es precisamente el lograr minimizar los costes que surgen en una situación de insolvencia.

El caso del Reino Unido es especialmente propicio para este tipo de operaciones, ya que los derechos de los acreedores preferentes están más protegidos por mecanismos extrajudiciales, como demuestra la posibilidad de nombrar su propio administrador. En general, el derecho británico permite procedimientos informales de reestructuración de la deuda en casos extremos, frente al formalismo y los procedimientos generalizados existentes en el derecho continental, como es el caso del derecho español que se analizará en los Capítulos 7 y 8.

### **5.7.2 Implicaciones legales ante situaciones de insolvencia en el Reino Unido.**

El derecho concursal británico se ha caracterizado históricamente por su gran flexibilidad, la potenciación de procedimientos extrajudiciales y el poder que confiere a los acreedores de una empresa insolvente.

Una de estas peculiaridades del sistema es que de una forma flexible permite optar por acuerdos informales entre la empresa que no puede cumplir con sus obligaciones de pago y sus acreedores, para el pago de cantidades inferiores a su deuda total. Estos acuerdos independientes no son jurídicamente vinculantes.

Dos han sido los momentos claves en el desarrollo legal británico durante los últimos veinte años:

#### **A. Establecimiento de la Insolvency Act de 1986 y la figura del “*administrative receiver*”**

El eje central del derecho concursal británico<sup>14</sup> ha sido hasta fechas recientes la Ley de Insolvencia de 1986 (*Insolvency Act*), desarrollada a través del Reglamento de Insolvencia (*Insolvency Rules*).

Algunos de los principales contenidos de esta ley son los siguientes:

---

<sup>14</sup> A tal fin, consultar la información disponible en el Insolvency Service, <http://www.insolvency.gov.uk>. A pesar de que se mencione el derecho británico a lo largo del capítulo, debe puntualizarse que la legislación concursal es distinta para Inglaterra y Gales por una parte, Escocia o Irlanda del Norte.

1. Diferencia perfectamente a los distintos acreedores de la empresa, otorgando a cada parte un orden de prioridad en cuanto a los derechos que poseen sobre la empresa en situación de insolvencia.
2. Todos los acreedores de una empresa tienen derecho a solicitar la administración concursal de la misma. Esta alternativa se emplea cuando existe viabilidad y el resultado del proceso puede ser mejor para los acreedores que la liquidación de la empresa. El administrador concursal o “*administrator*” debe velar por los intereses de los acreedores en su conjunto.
3. Únicamente los acreedores privilegiados que posean títulos sobre todos o sustancialmente todos los activos de la empresa tiene derecho a actuar unilateralmente, sin proceso judicial previo.
4. No obstante lo mencionado en el segundo punto, una vez que los acreedores privilegiados decidieran el nombramiento de un “*administrative receiver*”, se cerraría el paso a la posibilidad de que una tercera parte requiriese un concurso judicial. El “*administrative receiver*” es un profesional especializado en situaciones de insolvencia, que es nombrado por el acreedor privilegiado con una garantía indeterminada<sup>15</sup> sobre el conjunto o una parte sustancial de los activos de la empresa. Es fundamentalmente responsable sólo ante el tenedor de la garantía indeterminada que lo nombra.
5. El “*administrative receiver*” no tiene obligación de optimizar la venta de activos con el objeto de beneficiar a todos los acreedores, sino que por el contrario limita su obligación a obtener el mejor precio disponible para dichos activos.
6. Los acreedores privilegiados tienen prioridad en el proceso de liquidación.

Debe tenerse en cuenta que el “*administrative receiver*” no está sujeto a procedimiento judicial, mientras por el contrario el “*administrator*” es un funcionario de la Administración de Justicia y puede recabar directrices de un tribunal, así como permitir que un juez supervise su actuación. En último término, un acreedor tiene derecho a recurso judicial si cree que el administrador perjudica sus intereses particulares dentro del conjunto de acreedores.

---

<sup>15</sup> Este tipo de garantía (“*floating charge*”) se refiere a aquella que no otorga a su titular ningún derecho real inmediato sobre los activos cubiertos por ella. La empresa puede negociar con los activos garantizados hasta que la garantía se materialice.

### 5.7.3 Explotación del negocio tras el nombramiento de un “*administrative receiver*”

En este tipo de estructuras, los bonistas sólo tendrán derecho a nombrar un “*administrative receiver*” si se dan los dos requisitos siguientes:

- Posesión de una garantía indefinida sobre todos o una parte sustancial de los activos de la empresa
- La estructura de titulización es un “*capital markets arrangement*” (esta segunda condición únicamente tras la entrada en vigor de la *Enterprise Act de 2002*)

El nombramiento de un “*administrative receiver*” implica en la práctica la pérdida del control por parte del equipo directivo de la empresa afectada. A partir de este momento, los acreedores privilegiados, actuando a través de dicho “*administrative receiver*”, podrán nombrar el nuevo equipo gestor que consideren conveniente para tomar las riendas de la empresa. Esta figura, siempre velando por los intereses de los acreedores privilegiados que le nombran, puede optar por la liquidación de los bienes de la empresa, o por la continuación del desarrollo de la misma.

Las implicaciones de la primera opción son irrelevantes para empresas que exploten infraestructuras, ya que en la práctica el bien primordial es la propia infraestructura, sin un uso alternativo que facilite su venta (cabría excluir algún caso muy concreto en el que el valor del suelo pudiera hacer posible esta opción).

#### B. Establecimiento de la Enterprise Act de 2002 y excepcionalidad en los “*capital markets arrangements*”

La Administración británica comienza desde aproximadamente el año 2000 a dar marcha atrás en los derechos quizás excesivos de los que disponían los acreedores en caso de insolvencia de una empresa, y gira la tradicional orientación legal británica hacia otra más garantista para las empresas afectadas por situaciones de insolvencia. La Insolvency Bill, de febrero de 2000, continúa en la misma tímida senda garantista, permitiendo un pequeño periodo de protección (28 días) frente a las acciones emprendidas por los acreedores en el caso de pequeñas empresas.

Este cambio de orientación comienza con las discusiones del Departamento de Comercio e Industria del Gobierno Británico para reformar los procesos de insolvencia de las empresas



británicas, con la intención de reducir las prerrogativas de los acreedores privilegiados. En 2002 se introduce un cambio significativo con la aprobación de la Ley de Empresas o “*Enterprise Act*”, que responde a la intención de conseguir un procedimiento de administración más rápido y flexible, siempre encaminado al saneamiento de la situación que lo origina. Pretende ser una medida proactiva que posibilite una ayuda a tiempo a empresas en dificultades financieras. Estas disposiciones entraron en vigor el 15 de septiembre de 2003.

Tal y como señala Ambery (2003), la industria de la titulización en el Reino Unido juega en ese momento un importante papel en el proceso de discusión del texto, defendiendo los elementos positivos del sistema legal que incentivaban el desarrollo de las titulizaciones, y cuya desaparición hubiera supuesto un grave revés para el sector de la titulización.

A partir de la entrada en vigor de la *Enterprise Act*, se eliminaba de forma general el privilegio de los acreedores principales a nombrar un “*administrative receiver*” en la empresa deudora, acabando en principio con la figura descrita en el punto anterior. La nueva legislación establece que los acreedores con garantía indefinida (“*qualifying floating charge*” en el nuevo texto) podrían nombrar un “*administrator*”, incluso al margen de un procedimiento judicial, pero perderían el inmenso control del que disponían bajo la *Insolvency Act* de 1986.

Pero la legislación establece una excepción que es a la que se acoge el sector de la titulización, pues hace obligatoria la administración judicial para los acreedores bancarios (préstamos sindicados), pero exime de tal obligatoriedad en el caso de acuerdos realizados en los mercados de capital. La *Enterprise Act* de 2002 define estos acuerdos de los mercados de capitales o “*capital markets arrangements*” como operaciones financieras donde:

1. Se produce, o espera producir durante la vida de la operación, una deuda superior a los 50 millones de libras esterlinas, o su equivalente en otra divisa
2. Al menos una de las partes se beneficia de un título, garantía financiera o contrato de derivados
3. Se emiten títulos de deuda

4. Los títulos emitidos son calificados por al menos una agencia de calificación admitida por la UKLA<sup>16</sup>, o son admitidos a negociación en un mercado reconocido

La ley establece otra serie de excepciones, entre las que también aplicaría al presente ámbito de análisis el caso de la financiación de proyectos.

Como puede observarse, estas características permiten la exención de las operaciones de titulización de la obligatoriedad de la administración judicial, conservando de este modo los bonistas el recurso a un alto de grado de control sobre la empresa en la que invierten en caso de que la misma se encuentre en una situación de insolvencia, como había ocurrido hasta la nueva ley. Es por ello que Ambery (2003) afirma contundentemente sobre las implicaciones de estos cambios en el sector de la titulización que *“el veredicto general es que no hay mucho por lo que preocuparse”*.

No podría demostrarse, a pesar de los datos empíricos existentes sobre emisiones en el Reino Unido mostrando una tendencia decreciente, que este cambio normativo haya supuesto un desincentivo en la salida a mercado de nuevas operaciones (en el contexto actual es fundamentalmente la crisis crediticia mundial la principal causante de la paralización de los mercados).

En cualquier caso, debe concluirse que a pesar del camino emprendido hacia una legislación garantista, la protección que el marco británico brinda a los derechos de los acreedores privilegiados frente a la empresa deudora es con diferencia más fuerte que en el resto de principales jurisdicciones, incluida la de Estados Unidos.

#### **5.7.4 Sustitución del gestor como fortaleza específica de la titulización**

Lo verdaderamente interesante si se analizan este tipo de operaciones desde el prisma de la titulización de infraestructuras es que se permite, tras un proceso de insolvencia, que la explotación de los activos (de la infraestructura objeto de la operación en nuestro caso) continúe sin interrupción alguna, en tanto los bonistas están capacitados para poder nombrar un nuevo equipo gestor alternativo. La sustitución del gestor y la garantía que esta posibilidad conlleva para los bonistas es una de las ideas clave de este Capítulo.

---

<sup>16</sup> United Kingdom Listing Authority, Autoridad de Cotización del Reino Unido.

La sustitución del gestor es una idea plenamente incorporada a las titulizaciones convencionales en el Reino Unido, entendidas como tales las carteras de préstamos (hipotecarios, consumo, préstamos a pequeñas empresas entre otros), ya que en situaciones extraordinarias, no sólo de insolvencia sino incluso de deterioro en el riesgo asociado al cedente, se permite o incluso obliga a la sustitución del administrador de los préstamos (inicialmente dicho cedente) por una nueva parte, sin que exista ningún tipo de interrupción en la gestión de los cobros. Esta figura se conoce como “*back-up servicer*”.

La sustitución del gestor representa una fortaleza en sectores empresariales como los servicios asistenciales, cadenas de bares y pubs, o franquicias de restauración, siendo éstos los que han contemplado un mayor desarrollo de la titulización corporativa. Sin embargo, la sustitución del gestor de una autopista, o la sustitución del gestor de un aeropuerto crearía una serie de problemas legales que la harían altamente improbable. Este último punto aporta una conclusión fundamental al análisis realizado en este Capítulo: la titulización de infraestructuras, ante la dificultad de sustitución en la gestión, no es imposible (de hecho a lo largo del Capítulo se analizan varios ejemplos reales), pero hace que las condiciones de financiación que se logren bajo este tipo de estructuras estén muy en línea con la propia calidad crediticia de la empresa, frente a otros sectores donde la ventaja obtenida del empleo de esta técnica ha podido ser mayor. Moody's expone que en operaciones reales este tipo de técnicas han permitido elevar entre uno y cuatro grados la calificación implícita del originador (Moody's, 2002). Las infraestructuras están por tanto sujetas a un beneficio menor que otro tipo de activos a la hora de conseguir elevar la calificación crediticia mediante este tipo de estructuras.

Este diferencial existente entre la calificación crediticia de la titulización y la solidez crediticia de la compañía descansa en buena medida en la premisa de que es posible encontrar un gestor alternativo para la misma, lo cual es bastante complicado en el campo de la gestión de infraestructuras. Las implicaciones resultantes del interés público son la razón para la existencia de un control por parte de las autoridades públicas que entraña dificultades a la hora de permitir una sustitución del gestor. En el caso del Reino Unido, la sección 249 de la Enterprise Act determina una serie de negocios a los que no será de aplicación el régimen de insolvencia común al resto de sectores. En concreto, establece régimen de insolvencia especial o “*special administration regime*” para buena parte del sector de las infraestructuras:

abastecimiento de aguas, ferrocarriles, transporte aéreo o colaboraciones público-privadas (según define la Greater London Authority Act de 1999). En cada uno de estos casos, la ley específica determinará las peculiaridades de cada procedimiento de insolvencia. De forma equivalente, el Capítulo 8 tratará la especialidad concursal existente en el ámbito de las concesiones de obra pública en España.

Para ejemplificar esta mayor dificultad de sustitución, mientras una empresa dedicada a los servicios sociales, cuya calidad crediticia se encuentre justamente en el grado de inversión, podría lograr colocar títulos en el mercado con una calificación crediticia varios grados superior a la suya, en el caso de una empresa que gestione una determinada infraestructura, la calificación crediticia obtenida por dicha emisión muy previsiblemente fuera igual o ligeramente superior a la calidad crediticia que posee como empresa.

Un inversor en una titulización global de los ingresos generados por una empresa convencional (ajena a un sector estratégico como las infraestructuras) está capacitado para, en el caso de que el gestor original se enfrente a una situación de insolvencia, proceder a la inmediata sustitución de dicho gestor por un nuevo equipo nombrado por él mismo, que dé continuidad a la generación de ingresos provenientes de su actividad empresarial. A efectos de la emisión de titulización adquirida por dicho inversor, este mecanismo de sustitución permitiría mitigar el riesgo de una interrupción en los reembolsos de principal e intereses ante una situación de insolvencia del cedente.

#### **5.7.5. Vinculación al riesgo de “default”**

Todo lo examinado hasta el momento no debe hacer pensar que la titulización sea una estructura diseñada exclusivamente para garantizar la continuidad en el repago de unos bonos más allá de la posible insolvencia del cedente. Si bien ésta es la práctica general y el motivo primordial del desarrollo de titulizaciones corporativas en el Reino Unido, existen circunstancias que presentan dificultades añadidas a la continuidad en el repago de los bonos más allá de la insolvencia del cedente, como se acaba de mostrar en el caso de las infraestructuras. Cuando la continuidad no está garantizada, existe una vinculación entre el riesgo de crédito de la operación y el riesgo de crédito del cedente. Es importante matizar que no significa una directa

asignación del mismo riesgo crediticio del cedente a la operación: la aplicación de técnicas propias de la financiación estructurada permite reducir el riesgo crediticio de la operación y por tanto lograr una calificación crediticia mayor que la implícita del originador, por tanto con un menor coste de financiación.

Así pues, pese a la flexibilidad hasta ahora descrita en el marco legal británico, nos encontramos ante un último impedimento, menor para el conjunto del mercado de titulizaciones, pero capital en el análisis aquí descrito de la titulización de infraestructuras: en concesiones y servicios regulados es cuando menos probable que el regulador establezca impedimentos a la toma de control por parte de los acreedores en caso de insolvencia de la compañía explotadora de la concesión o el servicio determinado. Ésta es la opinión legal general, tal como refleja Moody's (2007) al respecto concreto de las titulizaciones de abastecimiento de agua, sector que como se mencionó con anterioridad estaría sujeto a un "*special administration regime*", el contemplado en la Ley de Aguas:

*"A pesar del enfoque de la titulización de flujos globales, el beneficio del título es limitado debido a la **naturaleza regulada y esencial de los servicios** proporcionados por TWUL, según lo establecido en su licencia y en la Ley de Aguas de 1991".*

Este elemento es determinante a la hora de entender el marco de la insolvencia en el Derecho británico, ya que la hasta ahora práctica de procedimientos extrajudiciales de insolvencia torna a un mayor grado de regulación en campos considerados como sujetos a "*essential service insolvency*", es decir actividades empresariales que presten servicios considerados esenciales contarán con menos flexibilidad en el caso de procesos de insolvencia, donde los procedimientos de insolvencia no coinciden con lo contemplado en la Enterprise Act.

Este tipo de operaciones, a falta de continuidad tras la insolvencia del originador, utilizan el resto de técnicas de finanzas estructuradas para lograr optimizar las condiciones de la emisión. Al no poder sobreponerse la continuación del repago de la deuda tras la insolvencia del originador, lo que se pretende en este caso al aplicar la técnica de la titulización es precisamente intentar minimizar la probabilidad de que se produzca dicha insolvencia. En definitiva, el planteamiento de titulizaciones corporativas aplicadas a infraestructuras cambia su enfoque central: no se tratará tanto de articular mecanismos de control por parte del inversor en

el caso de insolvencia del deudor, sino de articular estructuras que eviten la insolvencia del deudor.

Algunas de las técnicas a disposición del estructurador que permiten reducir el riesgo crediticio de la deuda emitida se desarrollan en el apartado 5.9.

## 5.8. TITULIZACIÓN CORPORATIVA EN EL DERECHO COMPARADO

La existencia de la “*qualifying floating charge*” en el Derecho británico, tal y como ha sido definida con anterioridad, es la principal ventaja comparativa para el desarrollo de este tipo de estructuras en el Reino Unido, a la vez que supone una dificultad legal añadida en buena parte del resto de jurisdicciones. Ésta es la posición apuntada por buena parte de los expertos legales en el campo de la titulización:

*“La posibilidad de disponer de una garantía indefinida sobre todos los activos y desarrollos de un negocio es una enorme ventaja que hace posibles las titulizaciones corporativas en el Reino Unido, pero más difíciles en otras jurisdicciones”<sup>17</sup>*

Desde el punto de vista del inversor, el proceso de insolvencia puede ser más o menos prolongado, y de una mayor o menor incertidumbre en términos de recobro. Dentro de una misma jurisdicción, este proceso también variará en función del tipo de activo y del título que habilite la naturaleza de la deuda, siendo así más o menos doloroso para los intereses del inversor en contraposición muchas veces a los intereses de la empresa deudora.

En muchas jurisdicciones, parece difícil suponer que el deudor podrá continuar la gestión de los activos en términos de continuidad de la misma, empleando los flujos de caja obtenidos de la explotación de la infraestructura para el repago de la deuda preferente. En muchos casos, el marco jurídico hace más probable que los acreedores preferentes no tengan más recurso en el caso de un proceso de insolvencia de la empresa que esperar a la liquidación de los activos para recobrar un determinado porcentaje de la deuda, exponiéndose por tanto a la incertidumbre del precio final de dichos activos, así como a la incertidumbre en los tiempos de resolución. Esto supone una dificultad añadida para la titulización de los flujos procedentes de una infraestructura, cuyo valor residual, más allá de su valor en servicio, puede no tener

---

<sup>17</sup> Alan Newton, Director de Finanzas Estructuradas en Freshfields Londres (Euroweek, septiembre 2007).

aplicación. En el extremo contrario, podrían mencionarse activos que posean por sí mismos un valor que no se deprecie con independencia de su puesta en servicio, como es el caso de aquellas empresas cuya actividad se realice principalmente en propiedades inmobiliarias cuyo valor no decaerá con independencia de que la actividad económica que se desarrolle en ellos continúe o no. Éste es el caso de inmuebles de uso comercial.

Desde el punto de vista de la calificación crediticia de estas operaciones, en el caso de que no se pueda garantizar la explotación de los activos tras la insolvencia del deudor, es altamente probable que la calificación asignada a la operación esté prácticamente en línea con la intrínseca del originador como emisor de deuda.

Generalmente, y de forma mucho más garantista que en el caso británico, el derecho continental europeo establece la posibilidad de imponer un proceso de observación o “moratoria” concedido con el objeto de dar tiempo a la planificación de planes de rescate, o para permitir la negociación entre deudor y acreedores, en todo caso tratando de ofrecer una alternativa de continuidad al negocio antes de aplicar medidas más drásticas. En el caso francés, este proceso puede durar aproximadamente 20 meses.

Al final del periodo de observación, el juez puede decretar el establecimiento de un plan de continuación de la actividad económica desarrollada por la empresa en problemas, o por el contrario, decretar la liquidación de los activos. Si la empresa afectada obtiene la decisión judicial de continuidad, la gestión de sus activos continuará, esta vez bajo la administración judicial. Un factor fundamental que diferencia una jurisdicción de otras es la mayor o menor capacidad de influencia que tiene el acreedor durante el periodo de administración judicial.

En el caso estadounidense, el Capítulo 11 del Código de Insolvencia obliga a un periodo automático e inexcusable, el denominado “*automatic stay*”. Durante este periodo, a los acreedores se les impide ejecutar sus garantías sobre la compañía deudora. M. Leblanc-Wohrer (2001) defiende que los acreedores preferentes no tienen suficientes garantías legales como para desarrollar este tipo de titulizaciones en Estados Unidos:

*“Tanto en la Europa continental como en Estados Unidos, el marco legal protege al deudor. El Capítulo 11 del Código de Insolvencia de Estados Unidos deja en papel mojado los acuerdos*

*sobre garantías de un originador a los efectos del pago puntual de intereses y principal requeridos por los inversores en los mercados de capital, para títulos con calificación crediticia elevada. Tras la insolvencia del originador, la Corte Federal tiene amplios poderes para retrasar los derechos del acreedor para ejecutar sus garantías”.*

No obstante, operaciones similares se han desarrollado en los Estados Unidos durante los primeros años del S. XXI, especialmente en el ámbito de la cesión de activos referentes a la propiedad intelectual (Yarett, 2004). A pesar de sentarse algunos precedentes no demasiado propicios para la industria de la titulización, como los dos casos más nombrados por la literatura, Days Inn of America (1989) y LTV Steel (2000) en Moody's (2001), la titulización de flujos generados por la actividad de las empresas contó con varias operaciones llevadas a cabo con éxito (en su inmensa mayoría franquicias del sector de la restauración). Otro ejemplo inmediatamente anterior al cierre de los mercados de capital en 2007 fue la titulización en 2006 de los derechos de marca de Dunkin Donuts (DB Master Finance, LLC).

Moody's calificó en Estados Unidos cuatro operaciones de titulización de derechos de crédito futuros durante 2007 (Moody's, 2008), todas relacionadas con la cesión de derechos de marca, y es de destacar que una de ellas fue la primera titulización de flujos globales de una empresa no relacionada con cadenas de restaurantes, en concreto una empresa editora de guías telefónicas.

Otra de las vías por las que se desarrolló esta técnica en Estados Unidos durante años recientes fue la proliferación de adquisiciones por parte de fondos de capital privados. En general, muchas adquisiciones fueron financiadas en un primer momento por capital y deuda a un elevado interés, siendo posteriormente esta deuda refinanciada a través de títulos respaldados por los ingresos generados por los activos de las compañías adquiridas, con calificaciones crediticias superiores, y en consecuencia, a un menor tipo de interés.

A la hora de analizar las ventajas comparativas de este tipo de estructuras, algunos autores ya citados como Hill (2002) ponen el acento en que una reducción en los costes asociados a un procedimiento de insolvencia permite de antemano conseguir mejores condiciones de financiación.



En algunas jurisdicciones, el juez competente puede decidir la separación de algunos activos con el objeto de preservar el derecho preferente del acreedor sobre los mismos.

Moody's advierte que la autoridad judicial puede tomar la decisión de modificar el calendario de pago de la deuda (Pfister, 2000). En el caso francés, por ejemplo, esto puede significar retrasos en el pago de hasta diez años. Adicionalmente, según ciertas jurisdicciones en el derecho continental, se pueden conceder ciertos derechos preferenciales a deuda sin garantía frente a los acreedores que poseen garantías. Esto sucede por ejemplo en el caso de la legislación francesa, que establece la preferencia de cargas sin garantías como es el caso de impuestos o cargas del sistema social sobre deudas garantizadas. En el caso del Reino Unido, esta situación no es posible a priori, ya que los acreedores de deuda garantizada ("*fixed charge*") poseen prioridad absoluta en el proceso de liquidación de la empresa.

A la hora de adaptar este concepto a otras jurisdicciones, se han empleado distintas estructuras combinando elementos convencionales del marco legal en cada país. Según Moody's, tres son los principales tipos de estructuras observadas en otras jurisdicciones (Pfister, 2000):

1. Combinación de "*true sale*" y estructura de préstamo garantizado: esta estructura consiste en aislar los activos operados por la compañía y generadores de ingresos. Estos activos son vendidos a una entidad instrumental, aislada en caso de una situación de insolvencia de la empresa, perteneciente al mismo grupo empresarial, y creada exclusivamente para este fin. Esta entidad (deudor) financia la compra de activos a través de un préstamo que será titulado por un segundo vehículo instrumental (emisor). El deudor establece una relación contractual con el operador del activo, de forma que la insolvencia del operador no supone una interrupción en los ingresos generados por los activos del vehículo, y por tanto, tampoco un incumplimiento de las obligaciones de pago a los inversores en los títulos emitidos. Ésta es la clave para la eficiencia de la operación, pues permitiría lograr una calificación crediticia superior a la que tendría la deuda corporativa emitida por la empresa. Igualmente se hace preciso que existan posibles sustitutos en el mercado en caso de insolvencia del cedente, lo que haría preciso un reemplazo en la gestión. Como ejemplo de este tipo de estructuras, Moody's menciona la operación Euro Freight.

2. Préstamo garantizado mediante el recurso a activos identificables: en este segundo tipo de estructuras, un vehículo instrumental emite bonos en el mercado y emplea los recursos obtenidos de esta emisión para conceder un préstamo al deudor. La amortización de los bonos dependerá directamente de la capacidad del deudor para repagar el préstamo. Los bonistas tienen recurso sobre todos los activos propiedad de la compañía operadora. Esta estructura es válida para activos con valor residual estable (por ejemplo, ha sido empleada en Francia para la titulación de activos consistentes en “stocks” de bebidas), lo que resta prácticamente toda su aplicabilidad a la titulación de infraestructuras, que proporcionan servicios en vez de producir bienes.

3. Estructura tipo “trust”: este tipo de estructuras contemplan la venta de activos generadores de ingresos a un “trust” o instrumento creado para el beneficio de los bonistas durante la vida de la operación, y a partir de ese momento, para el beneficio del cedente. La venta de activos generadores de ingresos carecería de sentido en el ámbito de las concesiones de infraestructuras. Este tercer tipo de estructuras se emplean en Japón.

De acuerdo a estas descripciones, sólo el primer tipo de estructura podría ser de aplicación en infraestructuras.

## 5.9. CONSIDERACIONES ESTRUCTURALES

Hasta ahora, el enfoque de análisis sobre las titulaciones corporativas en este Capítulo se ha centrado en aspectos puramente legales. A continuación se pasa a detallar las implicaciones derivadas de un enfoque estructural, derivadas de cómo se diseña el esquema de pagos en la operación.

Las titulaciones corporativas se benefician de una serie de instrumentos, comunes en buena parte a las finanzas estructuradas, que permiten obtener una calificación crediticia de los bonos emitidos superior a la que se asignaría a la empresa propietaria de los activos. Esta idea es común a todo tipo de titulación en cualquier jurisdicción. Algunos de estos elementos son:

- Subordinación de distintos tramos de deuda emitidos y sujetos a una prioridad de pagos claramente establecida.

- Existencia de fondos de reserva (depósitos a disposición del vehículo que cubren las primeras pérdidas acaecidas en caso de no existir suficientes recursos generados por la actividad del negocio para afrontar el servicio de la deuda en una fecha de pago determinada).
- Existencia de líneas de liquidez, que permitan también afrontar el servicio de la deuda, típicamente el pago de intereses de los bonos, ante situaciones de discontinuidad en la explotación del negocio.
- Aplicación de limitaciones contractuales a la actividad del operador, con especial atención a elementos como la capacidad de endeudamiento adicional, prohibición de expandir o diversificar la actividad del operador.
- En general, aplicación de condiciones ejecutorias o “triggers” sobre ratios de negocio aún más estrictos que aquellos empleados en otras titulaciones de flujos globales donde la emisión sí puede sobreponerse a la insolvencia del originador.

Tomando como ejemplo la metodología de Moody's (Pfister, 2000), se mencionan una serie de elementos que sirven para reducir el riesgo de crédito de este tipo de titulaciones:

### **5.9.1 Garantía de liquidez**

Desde el punto de vista estructural, pero directamente relacionado con la naturaleza de los activos que son cedidos a un vehículo de titulización, el tipo más convencional de operaciones en cualquier mercado europeo se caracteriza por la cesión de una cartera de productos de crédito de muy variada naturaleza (en general préstamos hipotecarios, al consumo, para pequeñas empresas, o incluso contratos de leasing), pero todos caracterizados, por su propia naturaleza de productos de crédito, por devengar el pago de unos intereses que son cedidos al vehículo de titulización. Por la parte del pasivo, esto es, los bonos emitidos por la operación, los bonistas tienen derecho al cobro periódico de unos intereses determinados, en general el tipo de interés de referencia más un margen fijado para cada serie de bonos dentro de la emisión. El interés devengado por el activo es superior al interés debido al pasivo, incluso mitigándose el riesgo de diferentes índices de referencia a través de contratos de permuta financiera o “swaps”. En consecuencia, para el caso de titulaciones de carteras de créditos, los intereses pagados por la cartera son empleados en el pago puntual de intereses a los bonistas en cada

fecha de pago (salvo circunstancias excepcionales que provoquen que los intereses generados por la cartera sean menores que los intereses debidos a los bonistas).

Frente a esta situación, en el caso de la titulización de flujos provenientes de la actividad de una empresa, no existe ese mismo concepto de intereses devengados por el activo para cubrir el pago de intereses a los bonistas. En el caso de una infraestructura, el vehículo dispondría de los importes provenientes de las tarifas pagadas por los usuarios, y con este importe debería hacerse frente tanto al repago del principal de los bonos, como a los intereses debidos a los bonistas. En tanto el pago a los bonistas estaría únicamente respaldado por las cantidades recibidas de los usuarios de la infraestructura, podría darse un escenario donde no se hayan recibido suficientes ingresos en una fecha de pago concreta, ante una interrupción en el servicio o una disminución estacional de la demanda. Ante esta situación, si los ingresos recibidos en fechas anteriores, así como los esperados en fechas posteriores, son conforme a lo esperado, la operación se enfrentaría no a un problema de riesgo de crédito, sino de insuficiencia de liquidez en un momento puntual determinado, incumpliendo los compromisos de pago puntual de intereses a los bonistas. Estos escenarios deben tenerse en cuenta dentro de la estructura mediante la implantación de líneas de liquidez que solucionen de forma artificial las tensiones de liquidez que puedan aparecer en una fecha de pago determinada. Los escenarios de tensión de liquidez descritos serían comunes a la propia naturaleza de cualquier infraestructura, con independencia de la jurisdicción o de la estructura de titulización elegida.

Existe otro escenario que puede crear tensiones de liquidez en una titulización corporativa, consistente en que la empresa cedente se vea afectada por un procedimiento de insolvencia. Se ha puesto de manifiesto con anterioridad en este Capítulo cómo uno de los fines principales de este tipo de estructuras de titulización consiste en garantizar la continuidad en la explotación de los activos, más allá de la insolvencia de la compañía, demostrando cómo el marco legal británico da suficiente cobertura a los bonistas ante esta situación. No obstante, una vez solventada la cobertura legal a la continuidad en la explotación, podría producirse una tensión de liquidez durante el periodo necesario tras la insolvencia para poner en marcha las medidas de control y el nuevo equipo de gestión necesarios, especialmente ante la aparición de retrasos en el nombramiento de los gestores que sustituirán al equipo original de la compañía. También es regla general observar cómo los flujos generados por una empresa disminuyen en mayor o

menor grado cuando la declaración de insolvencia se hace inminente, por el menor incentivo a la eficiencia en la gestión.

La suma de las razones mencionadas en párrafos anteriores hace necesaria en la mayoría de los casos la implantación de una línea de liquidez dentro de la estructura planeada. El tamaño de la línea de liquidez suele medirse en función del número de fechas de pago en las que dicha línea permita garantizar el pago de intereses a los bonistas. La duración de este periodo es en general determinado según los criterios aplicados por las agencias de calificación para cada nivel de fortaleza.

En el caso de Moody's (Pfister, 2000), si las calificaciones asignadas contemplan el pago puntual de intereses a los bonos, típicamente se contempla un periodo de entre 18 y 24 meses en los que el pago de intereses podría ser cubierto exclusivamente recurriendo a la línea de liquidez. Igualmente, si el significado de la calificación crediticia incluyera el pago puntual de intereses y principal a los bonos, la línea de liquidez debería poder cubrir el importe de ambos conceptos durante ese mismo periodo.

### **5.9.2 Fondos de reserva**

La existencia de fondos de reserva es beneficiosa para el buen desarrollo de una transacción, con independencia del tipo de activo titulado. Se trata de un depósito realizado por el cedente en una cuenta bancaria bajo titularidad del vehículo, que se desembolsa en el momento de cierre de la operación y que funcionará como primera fuente de protección, es decir, absorberá las primeras pérdidas surgidas durante la vida de la operación para hacer frente a los compromisos de pago a los bonistas cuando los ingresos generados por la infraestructura no sean suficientes para ello.

En general, un fondo de reserva puede encuadrarse dentro de la categoría general de garantías externas aportadas por la empresa con el objeto de proporcionar protección a los inversores. El mayor o menor tamaño de este fondo de reserva tendrá un importante impacto en la calificación asignada a la operación.

Existen diversas formas de financiar el aporte de este fondo de reserva por parte del originador, pudiendo realizarse mediante un préstamo subordinado concedido por una entidad financiera,

cuyo pago estará subordinado a la amortización total de la emisión de bonos, o incluso puede financiarse mediante la emisión de un bono no colateralizado, el tramo “*equity*”, igualmente subordinado en su totalidad al repago del resto de bonos, y que incluso puede llegar a recibir una calificación crediticia, con uno de los menores grados de calificación existente en las escalas de las agencias.

Más allá de este factor cuantitativo, la existencia de un tramo “*equity*” es positiva por el hecho de que muestra una mayor implicación e incentivo de los gestores de la empresa cuyos flujos se titilizan para explotar el activo de una manera eficiente, en tanto las primeras pérdidas que puedan aflorar repercutirán en primer lugar en este tipo de garantías.

### 5.9.3 Perfil de amortización

Debe tenerse presente que el perfil de amortización diseñado para la deuda en una operación impactará de forma notable en su desarrollo. Como primera regla, debe analizarse de forma prudente que dicho perfil de amortización sea lo más acorde posible con la generación de flujos provenientes de la explotación de la infraestructura cuyos ingresos se titulicen.

Frente a la titulización convencional de préstamos (hipotecarios, de consumo o a PYMES), donde se establece generalmente un repago “*pass-through*” (todo el principal recibido de los créditos se emplea en el repago de los bonos, sujeto al orden de prioridad vigente), en la titulización corporativa, a imagen de cualquier otra forma de financiación de grandes empresas, suele fijarse un perfil preestablecido para el repago de la deuda, estableciendo qué cantidades deben repagarse a los bonistas en cada fecha de pago, generalmente trimestrales o anuales.

La principal regla es ajustar el calendario de pagos al perfil de generación de ingresos por la empresa. Es un error diseñar estructuras con prolongada carencia de principal, en las cuales la empresa únicamente afronta durante los primeros años de la operación el pago de intereses pero no de principal a los bonistas. Puede así llegar a producirse un “*shock*” en sus estados financieros en la primera fecha de pago donde sí esté obligada a pagar una cantidad predeterminada de principal de la deuda a sus bonistas. Ésta es una de las principales causas del colapso producido en la operación Welcome Break, analizada en el Apéndice B.

Por último, debe mencionarse que el cedente no dispone de total libertad para diseñar el calendario de repago de la deuda, pues en buena medida debe ajustarse a la demanda del mercado en cada momento, ya que los inversores suelen mostrar preferencias a la hora de elegir plazos, si bien la naturaleza de las infraestructuras en este caso juega a favor de las mismas, ante la búsqueda de inversiones a muy largo plazo (40-50 años) por parte de un considerable segmento de inversores (como por ejemplo los fondos de pensiones).

#### **5.9.4 Valor de uso alternativo**

La potencialidad de la titulización para alcanzar una calificación crediticia superior a la del cedente viene en buena medida determinada por el sector empresarial y el valor de los activos, así como por la posibilidad de un cambio en la gestión de los mismos en caso de insolvencia del cedente. El valor intrínseco del activo es limitado en el caso de las infraestructuras.

En el caso de las titulizaciones corporativas, se considera un concepto denominado “valor de uso alternativo”, y que consiste en el valor intrínseco que podrían tener los activos en un uso diferente al que originalmente poseían cuando fueron cedidos al fondo, en el caso de producirse una situación definitiva de insolvencia, si adicionalmente no se pueda proceder a la sustitución en la explotación de los activos por parte de una tercera parte. Es el caso de cualquier empresa que desarrolla su actividad en inmuebles comerciales, pues siempre contará con el valor intrínseco de dichos inmuebles.

El papel que desempeña el valor de uso alternativo se desarrolla en un ejemplo en el siguiente apartado.

De la observación del tipo de sectores participantes en titulizaciones corporativas, se desprende que en buena parte de dichos negocios, el valor de uso alternativo juega un importante papel en la viabilidad de la operación. Pueden citarse entre las más comunes operaciones basadas en la explotación de establecimientos de ocio, hospitales, servicios asistenciales, entre otras, con el denominador común de poner en juego bienes mayoritariamente inmuebles que pueden permitir un recobro elevado basado en el valor de dichas propiedades en caso de venta de las mismas.

El valor de uso cobra un significado preponderante en titulizaciones asociadas a activos puramente inmobiliarios, relacionándose con la gran familia de CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*), denominación del mercado de la titulización de paquetes de hipotecas sobre activos inmobiliarios de uso comercial. De hecho, el nacimiento de fondos inmobiliarios (*Real Estate Investment Trusts* o REITs) supone una opción alternativa a la titulización corporativa.

No obstante, debe concluirse que el escaso valor inmobiliario asociado a una infraestructura descarta plantear estas operaciones basadas en el valor alternativo de sus activos inmobiliarios en el caso de vías de comunicación, pero sí podría tener valor para centros de transporte ubicados en terrenos de alto valor (como intercambiadores, aeropuertos o puertos). A tal respecto, el valor alternativo podría también entrar en conflicto con otra serie de condicionantes como el dominio público del suelo, el planteamiento urbanístico, derechos de reversión etc.

#### **5.9.5 Subordinación**

Frente a una emisión convencional de deuda corporativa, donde cualquier instrumento de deuda, ya sea junior o senior, tiene similares probabilidades de incumplimiento de pagos o *“default”* (consistentes con la calificación crediticia del mismo), y diferentes tasas de recobro, en el caso de una emisión de bonos de titulización, la deuda senior y junior tiene distinta probabilidad de *“default”*, así como distinta pérdida para cada tramo, incluso en caso de *“default”* de todos los tramos, como se puede apreciar en el ejemplo de la Figura 6.7.

Esta técnica permite que la probabilidad de impago de la deuda senior sea típicamente inferior a la de la deuda senior de emisiones de deuda corporativa convencionales. Esta circunstancia se esquematiza en la Tabla 5.3.



**Tabla 5.3: Comparativa de la emisión de titulización frente a la deuda convencional en términos de “default” y pérdida ocurrida**

	Probabilidad de “default”	Pérdida por tramo
Deuda Corporativa Convencional	Igual	Diferente
Bonos de titulización en varios tramos	Diferente	Diferente

*Fuente: elaboración propia*

Tanto en estas emisiones como en la titulización, la deuda subordinada sólo se repaga una vez cancelada la deuda senior, pero la diferencia entre ambas radica en que en el caso de la deuda corporativa, el impago de intereses en la deuda subordinada se considera habitualmente como un incumplimiento (o “*event of default*” en terminología inglesa) de la deuda senior, a diferencia de la titulización, donde típicamente el impago de intereses a la deuda subordinada no tiene mayor implicación en el repago de la deuda senior.

El siguiente ejemplo sirve para aclarar las implicaciones derivadas de la prioridad en los pagos: se detalla una emisión compuesta de dos tramos, uno correspondiente a la deuda senior, de 80 unidades, y otro correspondiente a un tramo de deuda subordinada, de 20 unidades. El repago de la deuda está prevista en diez años, de acuerdo al perfil mostrado por el gráfico, y se contempla que la deuda subordinada sólo podrá comenzar a repagarse una vez que la deuda senior haya sido repagada en su totalidad. A su vez, el valor de los activos inmobiliarios donde se desarrolla la actividad productiva de la empresa es igual a 30 unidades<sup>18</sup>.

Si en el ejemplo descrito se produjese la insolvencia del negocio en el año seis, tal como recoge la Figura 5.9, el importe de la deuda viva sería de 20 unidades para el tramo senior y 20 unidades para el tramo subordinado (que aún no habría empezado a amortizarse). En esta situación, y bajo la hipótesis de que pudieran obtenerse 30 unidades de la venta de los activos (como por ejemplo las propiedades inmobiliarias de la empresa), sería posible con las 30 unidades lograr la amortización total del tramo senior, y una vez producido la cancelación total del tramo, comenzaría a repagarse la deuda subordinada. En este ejemplo, y con las 10

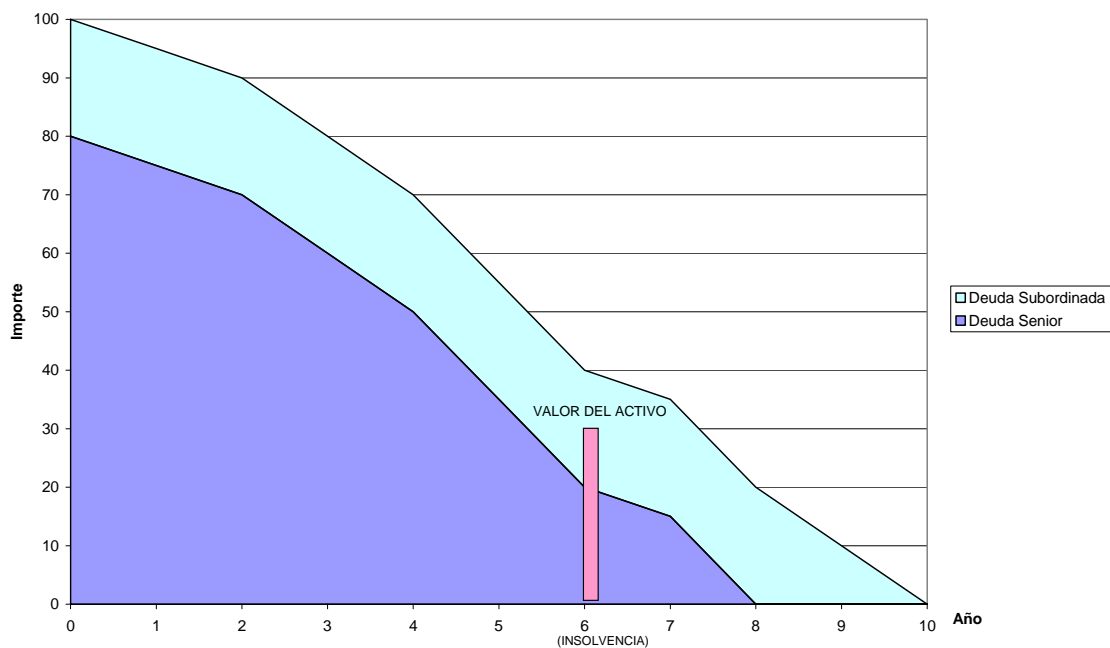
<sup>18</sup> Este concepto equivaldría en el ejemplo al “Valor de uso alternativo” descrito en el apartado anterior.

unidades restantes obtenidas de la realización del activo, sería posible repagar 10 unidades a la deuda subordinada, mientras otras 10 unidades de dicho tramo quedarían impagadas (la mitad de su tamaño inicial). Así, frente a una pérdida nula en el tramo de deuda senior, el tramo de deuda subordinada afrontaría una pérdida del 50%.

Existirían otros dos supuestos interesantes:

1. Si se produjese una situación de insolvencia entre el año 8 y el año 10, no existiría ninguna pérdida para la deuda senior, incluso en el caso de que no se obtuviese ninguna cantidad como consecuencia de la venta posterior del activo, porque dicho tramo habría sido ya amortizado en su totalidad.
2. Entre el año 8 y el año 10, no existiría pérdida para la deuda subordinada, siempre que la cantidad que se pudiera recibir por la venta del activo fuese superior al saldo vivo de dicha deuda subordinada (en el ejemplo, 20 unidades en el año 8 y 10 unidades en el año 9).

**Figura 5.9: Ejemplo de estructura subordinada**



*Fuente: elaboración propia*

## **5.10. EXPERIENCIA DE TITULIZACIÓN EN INFRAESTRUCTURAS Y SERVICIOS PÚBLICOS**

A continuación se describen experiencias realizadas dentro del sector de las infraestructuras y servicios públicos en el Reino Unido. Como ejemplo de las infraestructuras se han elegido los puertos, y como ejemplo de la titulación de servicios públicos se ha escogido el abastecimiento de aguas.

### **5.10.1 Titulación de puertos**

La operación pionera en el Reino Unido sobre titulación de ingresos generados por una infraestructura portuaria aparece en 2001 mediante la refinanciación de la compra por Nikko Securities del grupo dedicado a la ingeniería y la explotación portuaria Powell Duffryn acaecida un año antes (Barrow, 2000).

La titulación consistió en la refinanciación de 305 millones de libras esterlinas a repagar a través de los ingresos generados por los tráficos de contenedores, graneles, gas y petróleo en los puertos de Tees y Hartlepool, operados por el citado grupo.

Los puertos en el Reino Unido presentan una gran ventaja adicional para los inversores como es el hecho de que la liberalización de la actividad portuaria puso grandes superficies de suelo en manos de los operadores portuarios, libres de disponer de dicho suelo, por lo que en última instancia, este tipo de operaciones descansan en buena parte en el valor residual del activo, esto es, el uso alternativo del suelo como potencial elemento para desarrollos inmobiliarios posteriores, siendo así una garantía adicional de recobro para afrontar el pago de los bonos.

En el caso particular del Reino Unido, el interés por fusiones y adquisiciones de puertos es grande, como demuestran distintas operaciones corporativas en 2006: la adquisición de Associated British Ports por Admiral (liderada por Goldman Sachs), la adquisición de PD Ports PLC por Babcock&Brown, y Simon Group o P&O. La principal diferencia existente entre la gestión de los puertos británicos y la del resto de puertos europeos es que mientras que en el caso continental, la explotación portuaria vive un proceso progresivo de privatización de la actividad de negocio mientras la propiedad y gestión de las infraestructuras permanece del lado de la Administración Pública, en el caso británico ambas facetas se encuentran ya privatizadas,

como resultado del proceso general de privatizaciones iniciado por los gobiernos conservadores en los años 80 del pasado siglo.

Así mismo, y con carácter general, los puertos se caracterizan por la generación estable de ingresos, generalmente con una tendencia creciente dado el aumento en el intercambio comercial a nivel mundial.

No obstante, en la actualidad parece que el centro de inercia en la titulización portuaria, dado el desarrollo del comercio marítimo en la región, puede oscilar hacia Asia e India (Ruiging, 2008).

### 5.10.2 Titulización de servicios de aguas

En el Reino Unido, estas titulizaciones se basan en la cesión de los ingresos generados por compañías de abastecimiento de aguas. Las tarifas son fijadas por el regulador del mercado, la *Office of Water Services*, también conocida como Ofwat. Ofwat nace en 1989 con el objeto de regular la actividad de diez empresas dedicadas al abastecimiento y saneamiento de aguas, que a su vez fueron creadas en esas fechas como consecuencia del proceso de privatización de estos servicios. Una de las principales funciones de este organismo, con impacto directo en las titulizaciones realizadas, es la fijación de ciertos límites a las tarifas empleadas por estas compañías, con una actualización cada cinco años (la próxima actualización afectará al periodo 2010-2015).

La titulización de este tipo de activo refleja a la perfección cómo la titulización se ha empleado incluso cuando el repago de la deuda no puede prolongarse después de la insolvencia del originador.

De acuerdo con Standard&Poor's (2007), uno de los principales elementos que permiten la diferenciación del riesgo de crédito de la explotación pura del abastecimiento de aguas frente al resto de actividades del originador es el aislamiento del servicio concreto regulado (el abastecimiento de agua), o "*ring-fencing*" en la terminología inglesa. La agencia destaca tres distintos niveles para lograr este "*ring-fencing*":

#### 1. Aislamiento estructural

Consiste en la creación de vehículos y entidades instrumentales aisladas de una posible situación de insolvencia de la matriz. La única tarea de la sociedad instrumental interpuesta es

la posesión de las acciones sobre el servicio de abastecimiento de aguas. A estas sociedades instrumentales suele requerírseles el tener una mayoría de consejeros independientes, no ligados a compañías del grupo.

## 2. Aislamiento legal

Este segundo nivel de aislamiento se conseguiría al establecer las consideraciones necesarias a nivel contractual y estatutario entre las distintas entidades implicadas. Para la agencia, el principal aspecto de este segundo nivel sería lograr que los consejeros no independientes y con voto en la compañía de abastecimiento de agua no puedan decidir en cuestiones que supongan un conflicto de intereses con la entidad matriz.

Adicionalmente, el aislamiento legal debe procurarse mediante limitaciones contractuales a la actividad que puede desarrollar la empresa de abastecimiento de aguas (como por ejemplo restricciones a la hora de autorizar un nuevo endeudamiento de la compañía explotadora), así como garantizando que las estructuras de gestión de la compañía explotadora y de la compañía matriz estén totalmente diferenciadas, estableciendo en su caso una serie de condiciones ejecutorias o “triggers”, que en caso de cumplirse, obliguen a realizar un informe independiente de la gestión realizada por la empresa explotadora.

## 3. Aislamiento regulatorio

Este último nivel de aislamiento es especialmente significativo en cuanto afectaría no sólo al sector de abastecimiento de aguas, sino que sería extensible a todos los sectores con mayor o menor regulación pública, que en último extremo son los de mayor importancia para esta Tesis Doctoral. La agencia sostiene que el aislamiento regulatorio no garantiza por sí solo la obtención de una calificación crediticia mayor a la de la compañía matriz.

En el caso del abastecimiento de aguas en el Reino Unido, el aislamiento regulatorio proviene de las obligaciones estatutarias de la compañía explotadora, basadas en la Ley de Aguas de 1991 (“*Water Industry Act*”) y plasmadas en la licencia operativa de la explotación específica (“*Instrument of Appointment*”). Tal como fue tratado en el apartado 5.7.4, el abastecimiento de aguas es uno de los sectores sujetos a especialidad en el caso de insolvencia del cedente.

El regulador del sector, Ofwat (descrito al inicio de este apartado), obliga a la inclusión de una serie de medidas en las licencias de explotación:

1. Distinción entre las actividades puramente reguladas de abastecimiento y saneamiento de aguas de aquellas otras actividades no reguladas que pueda desarrollar a la vez.
2. Mantenimiento de al menos tres consejeros independientes en el consejo de administración de la explotadora.
3. Mantenimiento del grado de inversión en su calificación crediticia.
4. Prohibición de transferir cualquier activo regulado sin el consentimiento de Ofwat.
5. Prohibición de establecer cláusulas cruzadas ante situaciones de insolvencia de la empresa matriz.

El hecho de que el abastecimiento y saneamiento de aguas sea un sector regulado (al menos parcialmente) en el Reino Unido tiene unas connotaciones muy importantes a la hora de analizar operaciones de titulización dentro de este sector específico, y por analogía, dentro de cualquier otro sector con mayor o menor regulación, como típicamente es el caso de las infraestructuras. Invertir en una titulización respaldada por los ingresos generados por el abastecimiento de aguas confiere a los bonistas una menor efectividad de sus derechos, si lo comparamos con la titulización de ingresos generados por una actividad no regulada.

Buena parte de las limitaciones legales a las que se enfrentan los bonistas están basadas en la Ley de Aguas de 1991. En primer lugar, un acreedor no adquiere en ningún caso derechos para disponer de los activos físicos, esto es, las infraestructuras de abastecimiento o saneamiento de aguas en sí. La legislación define el abastecimiento y el saneamiento de aguas como “servicios de naturaleza esencial”, siendo necesario garantizar desde los poderes públicos la continuidad en dichos servicios (tanto abastecimiento como saneamiento). Éste es por tanto el motivo para la diferenciación con respecto a la normativa de insolvencia común del Enterprise Act. Esta diferenciación puede aclararse mediante el siguiente ejemplo: un bonista cuyos títulos estén respaldados por los ingresos generados por una cadena de pubs podrá en última instancia tener recurso a los locales pertenecientes a la cadena donde se desarrolla su actividad comercial, pudiendo intentar recobrar la deuda vendiendo los citados inmuebles, aptos para cualquier otro uso comercial, o incluso garantizado por el valor del suelo. Por el

contrario, un bonista cuyos títulos estén respaldados por los ingresos generados por una compañía explotadora de aguas no tendrá recurso al repago de su deuda recurriendo a la venta de los terrenos donde se ubique una estación depuradora o unos depósitos de agua.

En el Reino Unido, un acreedor que haya invertido en un negocio regulado (ya sea el abastecimiento de aguas o cualquier otra actividad sujeta a control público) carece de garantía indefinida (entendida como *“floating charge”*, tal como se definió con anterioridad) sobre los activos de la compañía. De esta forma, se desactiva el recurso defensivo que tienen los acreedores en titulaciones de otros sectores: en muchos negocios regulados el acreedor carece de la posibilidad de nombrar el ya comentado *“administrative receiver”* que defienda prioritariamente sus intereses, y por tanto, queda desprotegido frente a situaciones donde el regulador opte por solicitar un administrador judicial que tome las riendas en la gestión de la actividad regulada sin priorizar los intereses del principal acreedor. El administrador judicial gestiona el servicio *“de forma que proteja los respectivos intereses de miembros y acreedores de la compañía a la que se confiere la licencia”*, sin distinción entre estos últimos.

### 5.11. FUTURO DE LAS TITULIZACIONES CORPORATIVAS

En las condiciones existentes en el momento del desarrollo de esta Tesis Doctoral, con el mercado de la titulización prácticamente cerrado desde verano de 2007, pueden aventurarse algunas ventajas comparativas a este tipo de estructuras, frente al grueso de activos titulizados.

En primer lugar, las bajadas de calificación crediticia han afectado principalmente a productos de una extraordinaria complejidad, caracterizados por estructuras sintéticas, con exigencias de liquidez a los activos, y en general con el denominador común de distorsionar la calidad crediticia intrínseca del activo que en último término respaldaba la emisión. Titulizar los flujos generados al explotar una infraestructura es una vuelta a los aspectos fundamentales de una inversión que bien puede ser la senda seguida por unos mercados que recuperarán su pulso en el futuro, pero profundamente transformados. Esta idea viene fundamentada por los cambios vividos en los mercados de capital en cada una de las grandes crisis financieras mundiales vividas en el s. XX.

En segundo lugar, y analizando ahora el lado de la demanda, la vuelta a los fundamentales mencionada en el punto anterior puede traer consigo la proliferación de un tipo de inversor que

desconfíe de estructuras complejas, o puramente basadas en garantías externas, para poner su atención en operaciones que descansen primordialmente en la capacidad de generar flujos de caja por un negocio, especialmente si éstos son altamente predecibles. En este extremo coinciden a pesar de la diferencia en el tiempo Borod et al. (2008) y UBS Warburg (2000).

La experiencia en operaciones de titulización que han provocado conflictos legales entre el cedente y los bonistas, como las que han sido mencionadas a lo largo de este Capítulo, puede servir para mejorar estas estructuras en el futuro, pues demuestra que una titulización que no ahogue al cedente, permitiéndole retener suficientes fondos (como por ejemplo mediante la retención de un adecuado porcentaje de los ingresos generados por su actividad antes de la cesión del resto de ingresos al vehículo de titulización) puede evitar problemas financieros al cedente, lo que a la postre reduciría las posibilidades de litigio entre éste y los inversores en la titulización.

La réplica de este tipo de estructuras, sobre todo en jurisdicciones más flexibles, permitirá la extensión de esta práctica en países emergentes, como es el caso de algunos países asiáticos, donde es posible encontrar un proceso paralelo en el desarrollo de este tipo de operaciones (Asset Securitization Report, 2001).



## **BLOQUE III: ANÁLISIS**

---



# CAPÍTULO 6: ANÁLISIS FINANCIERO DE LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS

---

## 6.1. INTRODUCCIÓN

El análisis del activo subyacente a una emisión de bonos de titulización es uno de los aspectos claves a considerar por todas las partes de la operación. La naturaleza de los proyectos de infraestructuras presenta una serie de riesgos singulares inexistentes en otros sectores de la financiación de proyectos. Desde el punto de vista metodológico, estos riesgos no son específicos a la titulización de infraestructuras, pero el aspecto novedoso de este tipo de activos en el mundo de la titulización española sí hace preciso realizar un análisis de los principales riesgos relacionados con las infraestructuras que deberán ser tenidos en cuenta a la hora de encarar su titulización.

El ámbito geográfico de este estudio, centrado en las posibilidades de la titulización de infraestructuras en España, hace innecesario cubrir riesgos más propios de mercados emergentes, como es el caso del riesgo país o riesgo de cambio, por citar dos de los ejemplos más comunes en proyectos de otras jurisdicciones.

Por todo lo anterior, el objetivo de este Capítulo es comprender cuáles son los principales riesgos que afectan a la titulización de los derechos de cobro de una infraestructura desde el punto de vista del activo. En concreto, tres son los grandes riesgos que puede afrontar un proyecto de infraestructuras:

- Riesgo de construcción
- Riesgo de demanda
- Riesgo de explotación y mantenimiento

Volviendo a la no especificidad de los riesgos que acaba de mencionarse, es necesario aclarar que el riesgo de explotación y mantenimiento, según la formulación contemplada en este

Capítulo, sí es específico de la titulación de infraestructuras a diferencia de otras técnicas financieras, siendo tratado como colofón al presente Capítulo.

## 6.2. RIESGO DE CONSTRUCCIÓN

La cesión a un vehículo de titulación de los derechos de crédito generados por la concesión de una infraestructura puede incluir o excluir el riesgo de construcción de ésta. El concesionario podrá optar por una u otra alternativa, pero la decisión es trascendental, en tanto el riesgo de construcción suele dificultar en considerable medida la colocación en los mercados de títulos de renta fija sometidos a dicho riesgo.

En el caso de que el vehículo soportase el riesgo de construcción, dos son las variables principales que delimitan el posible detrimento de los intereses del inversor:

- Aumento de los costes de ejecución de la obra pública por encima de los presupuestos inicialmente esperados.
- Retraso en la ejecución de las obras y consiguiente retraso en la entrada en servicio de la infraestructura.

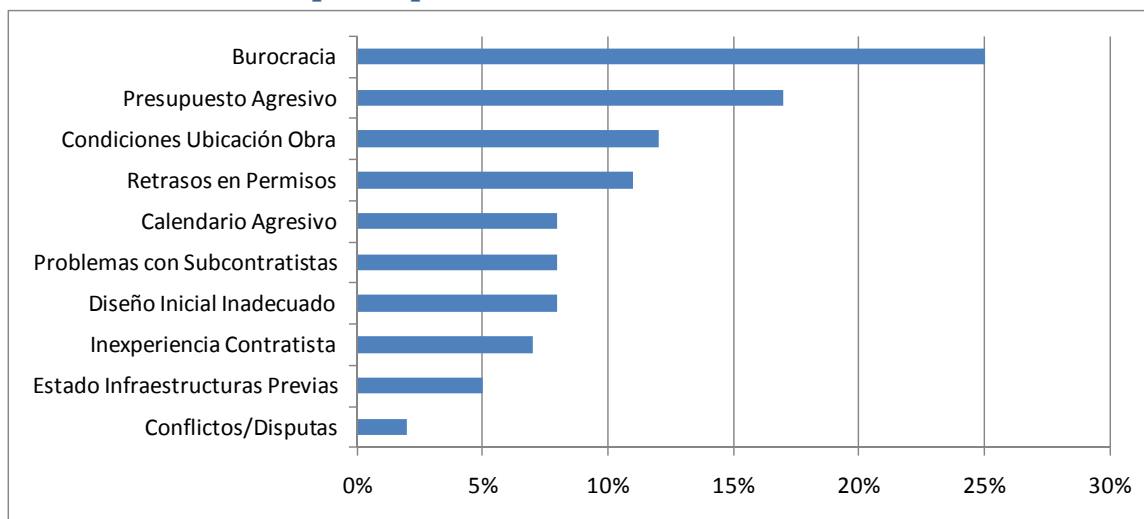
Kriegler et al (2006) desarrollan estas dos variables como elementos de medida del riesgo de construcción desde la perspectiva de la metodología del riesgo de crédito para Moody's. Así, realizan una interesante analogía entre la probabilidad de impago de un instrumento financiero frente a la probabilidad de retraso o aumento de los costes de una obra. Esta agencia, cuya calificación crediticia se basa primordialmente en la pérdida esperada o "*expected loss*"<sup>19</sup>, considera que la pérdida esperada asociada a la construcción de una obra pública sería el resultado de combinar la probabilidad de ocurrencia del retraso o sobrecoste por la cuantía de pérdida que supondría dicho retraso o sobrecoste. La peculiaridad de esta metodología es que en vez de asignar una única probabilidad de ocurrencia, calcula una distribución de probabilidades de retraso o sobrecostes asociados a la infraestructura, de manera análoga a cómo la modelización financiera actual tiende a considerar que los ingresos generados siguen una distribución de probabilidades en lugar de asignar un valor único.

---

<sup>19</sup> La pérdida esperada o "*expected loss*" no es más que el resultado de multiplicar la probabilidad de ocurrencia de un impago por la severidad o cuantía a la que ascendería dicho impago. Una probabilidad de impago del 50% que implicase perder el 8% de un título tendría una "*expected loss*" del 4%.

La agencia de calificación Standard&Poor's desarrolló una interesante encuesta ilustrativa sobre las causas de estos sobrecostos en el año 2007, conteniendo 161 respuestas de participantes en el mercado de las infraestructuras (Polakovic, 2008). Las respuestas obtenidas se reflejan en la Figura 6.1.

**Figura 6.1: Principales razones para la existencia de problemas con calendarios o presupuestos**



*Fuente: Encuesta Standard&Poor's 2007*

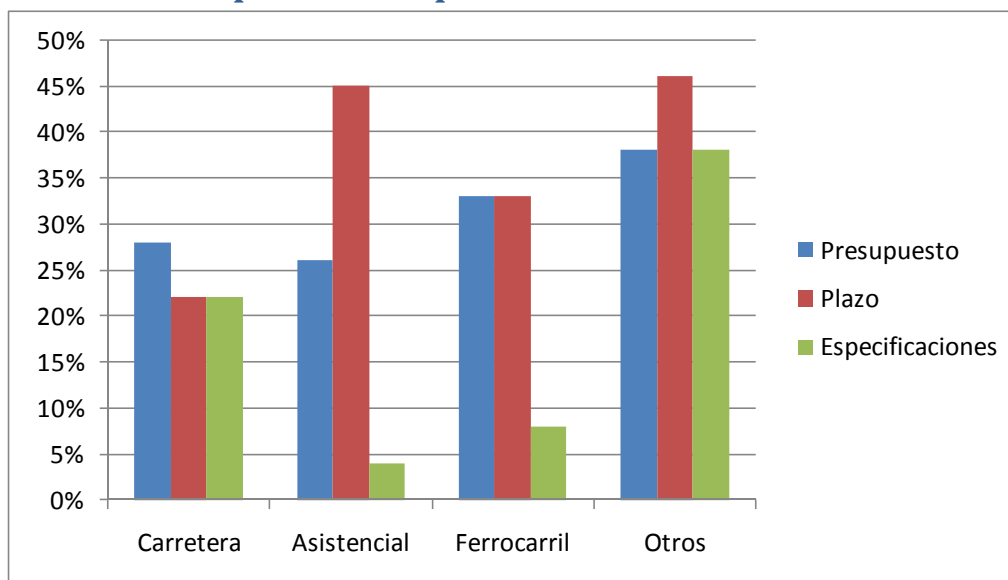
A la luz de la información anterior, puede apuntarse que los principales causantes de sobrecostos en los proyectos son las trabas burocráticas (a las que pueden adicionarse los retrasos en la tramitación de permisos señalado en cuarto lugar), así como la licitación bajo presupuestos agresivos. En el extremo contrario, disputas entre las partes o problemas con el contratista parecen ser las causas menos comunes de sobrecostos en las obras.

Continuando con el contenido de la encuesta de la agencia Standard&Poor's, es necesario realizar un estudio detallado según el tipo de infraestructura para detectar la aparición de problemas de tres índoles:

- Problemas Presupuestarios
- Problemas de Plazos
- Problemas con las Especificaciones Técnicas

Los resultados se reflejan en la Figura 6.2.

**Figura 6.2: Naturaleza de problemas surgidos durante fase de construcción para cada tipo de infraestructura**



Fuente: Encuesta Standard&Poor's 2007

Si observamos las dos categorías puramente propias a la ingeniería civil, carreteras y ferrocarriles, se comprueba cómo el porcentaje de obras con problemas de sobrecostes es inferior a los otros tipos de proyectos, destacando un 28% de problemas en los presupuestos para proyectos de carreteras frente a un 32% de problemas en los presupuestos de obra para proyectos de ferrocarriles, exactamente el mismo porcentaje de proyectos donde se produjeron problemas con los plazos de ejecución. Existe una considerable diferencia entre los proyectos con problemas de especificaciones técnicas en carreteras (22%) frente a los ferrocarriles (sólo un 8%).

Numerosos son los factores que pueden determinar el nivel de riesgo de construcción de una obra pública:

- Complejidad de las técnicas constructivas empleadas, lo cual englobaría cualquier tipo de cuestión ingenieril (singularidad de la obra, ubicación y aspectos geotécnicos, tecnología empleada, abastecimiento de materiales etc.).
- Constructor encargado de las mismas, influyendo especialmente el grado de relación del constructor con la concesión (¿recae la construcción en una empresa independiente del concesionario? ¿pertenece el constructor al mismo grupo

empresarial del constructor?), pero sin olvidar la experiencia previa del contratista en obras similares.

- Relaciones con la Administración Pública, en la medida en que una mayor o menor actitud cooperadora podrá evitar problemas de tipo burocrático.

Los mitigantes disponibles ante el riesgo de construcción pueden ser clasificados en dos grandes grupos: proactivos y reactivos.

#### Mitigantes Proactivos

Uno de los principales mitigantes del riesgo de construcción es la implantación de una estrategia proactiva de control de la ejecución de las obras. Los inversores que soporten el riesgo de construcción deberán asegurarse de que existe un control sobre la marcha de las obras que les permita acceder a una información fiable y objetiva sobre el cumplimiento de hitos y objetivos. Este control debe realizarse por una entidad independiente. En la actualidad, la asistencia técnica prestada por las empresas de ingeniería españolas puede amoldarse adecuadamente a este papel. Las asistencias técnicas a la dirección de obra se adaptan perfectamente a esta necesidad, y el desarrollo de los contenidos de este tipo de contratos de servicios está ampliamente contrastado por la experiencia. La detección temprana de cualquier desviación sobre los plazos o costes previstos permitirá un mayor margen de acción a los bonistas, y en todo caso evitará que la ejecución de las obras sea un proceso de “caja negra” para éstos.

#### Mitigantes Reactivos

La segunda categoría de mitigantes del riesgo de construcción son aquellos que pueden denominarse como reactivos, en cuanto serían movilizados únicamente en el caso de que un sobrecoste o un retraso se hubieran producido.

Con respecto a los sobrecostes, puede contemplarse contractualmente que en el caso de producirse estuviesen cubiertos por los accionistas de la empresa concesionaria. Alternativamente, podría encontrarse una garantía por un agente externo que igualmente cubriera el exceso sobre el presupuesto inicialmente previsto para la construcción de la infraestructura.

Una solución posible para los accionistas sería aportar los recursos necesarios para cubrir el sobrecoste en la fecha de pago (de los bonos de titulización) que proceda, y en ese momento las cantidades aportadas pasarían a ser consideradas como deuda subordinada, que sería exigible en una posición inferior en el orden de prelación de pagos del vehículo.

Con respecto al posible retraso en la finalización de la fase de obra, y a diferencia del punto anterior, es también factible que la constructora, especialmente en el caso de estar vinculada al grupo empresarial del concesionario, se comprometa a indemnizar a los inversores por el retraso en la entrada en funcionamiento de la infraestructura. En general, sería más factible acordar que la empresa constructora asumiese el riesgo de retraso, mientras el riesgo de sobrecoste es difícilmente asumible por la empresa constructora, al estar ligado a más factores externos que los retrasos en la ejecución de las obras.

La cuantificación del impacto del riesgo de construcción en las cuentas del proyecto puede llevarse a cabo mediante simulaciones de Monte Carlo, tal como sostiene el Project Management Institute (2004). En lo que respecta a su aplicación al riesgo de construcción, este método permite realizar una iteración de los costes del proyecto o los retrasos previstos empleando distintos valores aleatorios para las variables independientes en cada escenario computado. Así, el resultado de la simulación sería una distribución probabilística de los costes de construcción del proyecto así como de la fecha de culminación de las obras.

Tradicionalmente, la financiación a través de préstamos bancarios ha sido considerada como más apta para la financiación de proyectos con riesgo de construcción por su mayor flexibilidad. Existen no obstante muchos casos de financiación a través de bonos de proyectos con riesgo de construcción inherente. No obstante, buena parte de los bonos con riesgo de construcción no pertenecen al campo de las infraestructuras sino al sector del petróleo y el gas. Latham&Watkins (2009) señala cómo en una situación tan negativa como la existente en 2009 se han producido varios ejemplos donde la construcción de las infraestructuras para proyectos de gas y el petróleo ha sido financiada a través de bonos.

Hasta el momento presente, el riesgo de construcción se ha financiado a través de bonos en tanto se aportasen garantías adicionales, generalmente por parte del promotor de la infraestructura o de la empresa constructora. Si bien ha sido ésta la práctica habitual, no puede



descartarse que, en un escenario de enorme iliquidez en la financiación bancaria, sea posible que aumente el número de inversores institucionales que estén dispuestos a soportar el riesgo de construcción en los mercados de capitales. Esta tendencia es apuntada por distintos estudios legales como Latham&Watkins (2009).

La tendencia actual del mercado es la integración de procesos desde el nacimiento del proyecto a través de esquemas donde se centralizan las distintas fases previas de diseño y administración del proyecto constructivo, además de la construcción de la infraestructura. Este tipo de contratos, denominados EPC (*“Engineering, Procurement and Construction”* en terminología inglesa) proporcionan mayor velocidad y eficiencia a la gestión de los riesgos previos a la operación, aunque también puede aparejar algunos costes adicionales (Huse, 2002).

### **6.3. RIESGO DE TRÁFICO**

Una de las características comunes a la inmensa mayoría de los proyectos de infraestructuras de transporte es la existencia de un riesgo de demanda no cubierto en la operación. A diferencia de otro de los grandes campos en la financiación de proyectos como es el sector energético, las infraestructuras no serán empleadas para proporcionar un servicio a una tercera parte (compañía *“off-taker”*) que contractualmente acuerda la utilización de la infraestructura para el transporte o almacenamiento de un tipo determinado de combustible. Este tipo de proyectos están casi totalmente protegidos del riesgo de demanda. Para el caso concreto de la concesión de una autopista, la principal fuente de ingresos con la que contará la empresa concesionaria está directamente ligada al volumen de tráfico, no existe por tanto protección en el caso de que se produzca un considerable descenso en el número de vehículos que transitan por el corredor.

El inversor ha de tener en cuenta a la hora de analizar un bono respaldado por los ingresos generados por una infraestructura de transporte que la viabilidad financiera de la operación está altamente relacionada con el grado de precisión con el que se hayan realizado los estudios de demanda de tráfico (Richmond, 1998).

El análisis de la viabilidad del proyecto debe estar basado en los pertinentes estudios de tráfico realizados por empresas independientes. Los pliegos de licitación españoles de autopistas

contienen pronóstico de tráfico que pueden ser empleadas como primeras aproximaciones al riesgo de demanda del corredor. No obstante, es necesario recurrir a distintas hipótesis con el objeto de analizar la sensibilidad de los ratios financieros a la evolución del tráfico. El presente Capítulo introduce el concepto de probabilidad y posibilidad asociado a la modelización financiera de variables inciertas.

Para el caso concreto de las autopistas, las estimaciones de demanda de tráfico tienen una importancia capital a la hora de estructurar la financiación con recurso a los mercados de capital.

Incluso con las incertidumbres propias de las técnicas de previsión de tráfico, la introducción de las nuevas tecnologías así como de medios informáticos cada vez más potentes ponen a disposición de las distintas partes la posibilidad de mejorar la precisión de los estudios de tráfico (Estache et al., 2002). Los procesos donde interviene la financiación privada, como es el caso de la titulación de infraestructuras, hacen necesario el prestar una mayor atención a dichos estudios, en comparación con la práctica habitual en actuaciones con financiación pública. Los autores llegan a justificar una inversión de entre 100.000 y 200.000 dólares USA en concepto de estudios de demanda para el caso de proyectos de inversión comprendidos entre los 100 y los 200 millones de dólares USA.

A pesar del rápido desarrollo en los modelos econométricos sobre la demanda del transporte, que alcanzan cada vez mayor precisión en el análisis de las correlaciones entre distintas variables y en la toma de decisiones por parte de la población, existe el riesgo cierto de pretender obtener de estos modelos respuestas a preguntas que los propios datos no pueden ofrecer (Small y Winston, 1999). Este riesgo será de especial relevancia cuando los modelos no sean plenamente capaces de filtrar los efectos aleatorios y los errores en los datos que los alimenten. El tamaño, la corrección y el rango de datos empleados en la muestra son un elemento fundamental a la hora de minimizar los errores del modelo.

El grado de precisión de estos estudios de tráfico ha sido objeto de un importante desarrollo académico a nivel mundial. A continuación se mencionan algunos de los principales referentes de la investigación sobre este aspecto.

La literatura científica en Estados Unidos es abundante sobre el riesgo de tráfico y el grado de acierto de los estudios de tráfico en todo tipo de proyectos. Así, Muller (2006) escoge catorce autopistas de peaje financiadas con recursos privados y muestra cómo sólo en una de estas autopistas los tráficos reales son superiores a los previstos, mientras en cuatro de las catorce los ingresos reales apenas suponían el 30% de los previstos.

En el caso de uno de los proyectos con mayor resonancia mediática en los Estados Unidos, la autopista de peaje Dulles Greenway entre el Estado de Virginia y Washington D.C. comenzó a operar con un tráfico de 11.500 vehículos diarios durante los seis primeros meses tras su entrada en funcionamiento en septiembre de 1995, mientras las proyecciones iniciales para este periodo de “*ramp-up*” habían sido de 34.000 vehículos diarios. Es decir, los tráficos reales supusieron apenas un 30% del tráfico teórico previsto (Fishbein y Babar, 1996). Este ejemplo sirve igualmente para ilustrar la elasticidad de la demanda de tráfico al precio del peaje, pues una reducción del peaje de 1,75 a 1,00 dólares USA produjo un incremento de los tráficos hasta los 23.000 vehículos diarios un año después de su entrada en operación (Reinhardt, 1996). Es interesante comprobar cómo catorce años después de su entrada en servicio, el tráfico diario ascendía a 47.490 vehículos diarios en 2009, a la vez que el peaje básico se había incrementado hasta los 3,40 dólares USA, con una autorización de incremento hasta los 4,80 dólares USA con horizonte en 2012.

A nivel norteamericano, la influencia de la coyuntura económica en el riesgo de tráfico también viene avalada por las más recientes estadísticas de tráficos publicadas por uno de los principales operadores privados de autopistas en Estados Unidos, el grupo australiano Macquarie. Tomando como referencia el mes de junio de 2009, los tráficos globales del grupo en Estados Unidos se redujeron un 3,4%, y a nivel desagregado los proyectos más relevantes del grupo sufrieron un descenso del 1,9% en la autopistas Chicago Skyway, mientras la Indiana Toll Road sufrió una más brusca caída del 6,4% (Sechler, 2009). Los datos reales de tráfico, y teniendo en consideración el peso del grupo Macquarie dentro de las autopistas de peaje de gestión privada en Estados Unidos, parecen confirmar el impacto de la recesión económica estadounidense en los tráficos globales de este tipo de vías.

Fishbein y Babbar (1996) aportan datos adicionales respecto a las sobreestimaciones de tráfico en algunas experiencias europeas, en concreto destacan el caso de la autopista M1/M15 en Hungría, que tras seis meses de operaciones presentaba únicamente un 50% del tráfico proyectado. Actualizando esta referencia, es interesante comprobar cómo, tras diez años de funcionamiento, los tráficos reales fueron un 40% inferiores a los previstos, lo que convirtió en inviable este proyecto privado, y en 2005 el Estado rescató la infraestructura, a pesar de que no se produjo desviación alguna ni en el presupuesto de las obras ni en la entrada en funcionamiento de la infraestructura (Cuttaree, 2008).

En el caso de México los estudios realizados como Gómez-Ibáñez (1999) muestran que los tráficos reales fueron en media el 68% de los niveles inicialmente estimados, con sólo 5 de 32 concesiones mostrando tráficos reales por encima de las proyecciones del proyecto. En la mitad de estas concesiones analizadas, los tráficos reales estaban por debajo del 50% de la estimación inicial del proyecto.

Los estudios anteriores muestran cómo la sobreestimación de tráficos en las previsiones iniciales es regla general, con independencia del ámbito geográfico estudiado.

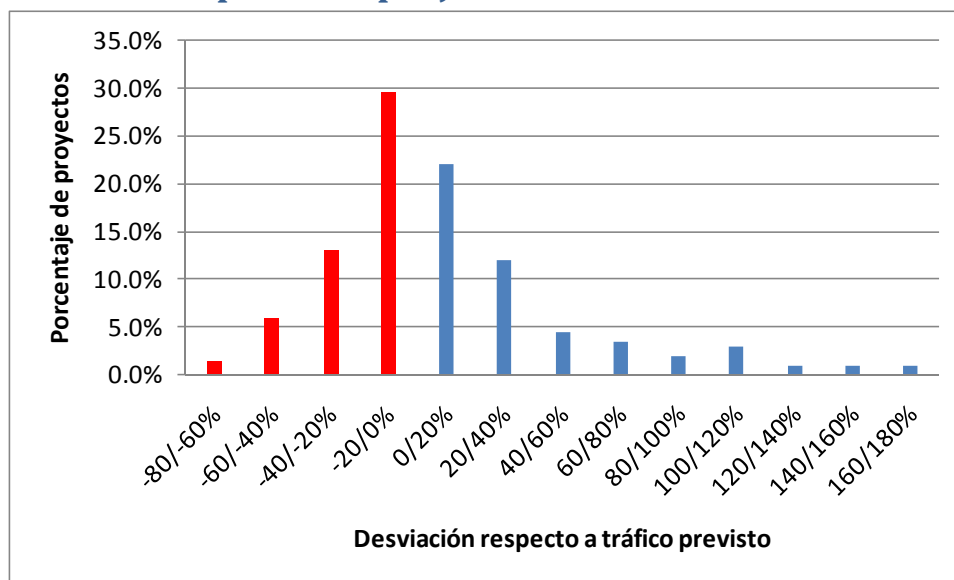
Gómez-Lobo e Hinojosa (2000), dentro de su análisis del mercado chileno, señalan la incertidumbre sobre la elasticidad de la demanda al coste para el usuario en el caso de las autopistas de peaje, especialmente en corredores donde existen vías alternativas sin peajes. Incluso llegan a recomendar la no realización de proyectos de peaje en aquellos casos donde existan vías alternativas libres de peaje, salvo en aquellas situaciones donde la saturación de la vía libre haga aconsejable acometer una alternativa de peaje.

El hecho de que todos los estudios nacionales anteriormente citados coincidan en las mismas conclusiones con independencia del área geográfica, puede confirmarse con el estudio internacional de Bain (2009). El sesgo optimista en las predicciones de tráfico también queda de manifiesto en este nuevo análisis de cien proyectos internacionales de autopistas de peaje, que apunta considerables desviaciones en unos tráficos reales inferiores a las previsiones iniciales.

Las agencias de calificación, dado su importante papel en los mercados de capital, también desarrollan una importante tarea investigadora. Una de las principales referencias es el estudio de Standard&Poor's de 2005, que analiza los tráficos de 104 autopistas de peajes frente a las previsiones iniciales (Bain y Polakovic, 2005). El estudio revela una sobreestimación media de los tráficos en el primer año de operación en el entorno del 20-30%. Así mismo, la principal aportación de las actualizaciones llevadas a cabo en esta línea investigadora apunta a que este rango de sobreestimación se mantiene prácticamente inalterable durante los años 2 al 5 de operación de la autopista de peaje.

El primer estudio significativo de carácter internacional data de 2005 y comprende 210 proyectos tanto de autopistas de peaje como de ferrocarriles en 14 países (Flyvbjerg et al., 2005). Las desviaciones reflejadas en la Figura 6.3 son especialmente graves en el caso de los ferrocarriles estudiados, con nueve de cada diez proyectos mostrando tráficos menores a los inicialmente estimados y con una sobreestimación de tráficos media del 106%. El caso de las autopistas de peaje presenta una menor desviación, y es interesante comprobar cómo la desviación respecto a la estimación es bidireccional, es decir, existen tanto casos de sobreestimación como de infraestimación de la demanda. En cualquier modo, los casos donde la desviación (positiva o negativa) de tráficos reales respecto a la previsión inicial erró en más de un 20% suponen un 50% de la muestra.

**Figura 6.3: Desviación de tráfico reales respecto a tráfico previsto en autopistas de peaje**



*Fuente: Flyvbjerg et al, 2005*

Una de las razones que explican la gran sobreestimación de tráfico en corredores ferroviarios es el incentivo de los promotores de este tipo de proyectos a presentar proyecciones optimistas de tráfico, dada la mayor competencia existente en licitaciones de proyectos de explotación ferroviaria. Una segunda parte de este estudio consistió en encontrar respuestas a las causas de estas incorrecciones en las proyecciones de tráfico. Para el caso de las autopistas, las principales razones argumentadas fueron: “incertidumbres sobre generación de viajes” (27%) y “desarrollo urbanístico” (26%). Uno de los principales inconvenientes de esta aproximación es que, tal como los autores reconocen, no fue posible identificar las fuentes que proporcionaron las respuestas al estudio sobre la razón de la imprecisión, pues tanto investigadores como gestores de las infraestructuras estudiadas participaron en esta investigación.

A pesar del carácter internacional de trabajos como Flyvbjerg et al (2005), presentan la desventaja de no incorporar proyectos españoles en la muestra analizada, mientras otros apenas incorporan un porcentaje muy bajo de experiencias españolas. Este inconveniente metodológico queda resuelto mediante el estudio de Vassallo y Baeza (2008), que analiza la desviación de tráfico reales durante los primeros años de la concesión frente a las previsiones iniciales. El estudio analiza las concesiones de autopistas de peaje en España con datos

disponibles sobre las predicciones de tráfico realizadas por las empresas concesionarias en los planes financieros correspondientes. Así, la población muestral comprendió catorce concesiones de las treinta y dos licitadas. Durante el primer año de explotación, los tráficos reales fueron inferiores en trece de las catorce concesiones. En media, los tráficos reales fueron inferiores a las previsiones del plan financiero en los porcentajes que se señalan en la Tabla 6.1.

**Tabla 6.1: Disminución de los tráficos reales respecto a las previsiones del plan financiero**

<b>AÑO OPERACIÓN</b>	<b>Tráfico real frente a previsión</b>
1	-35.18%
2	-31.34%
3	-27.06%

*Fuente: Vassallo y Baeza (2008)*

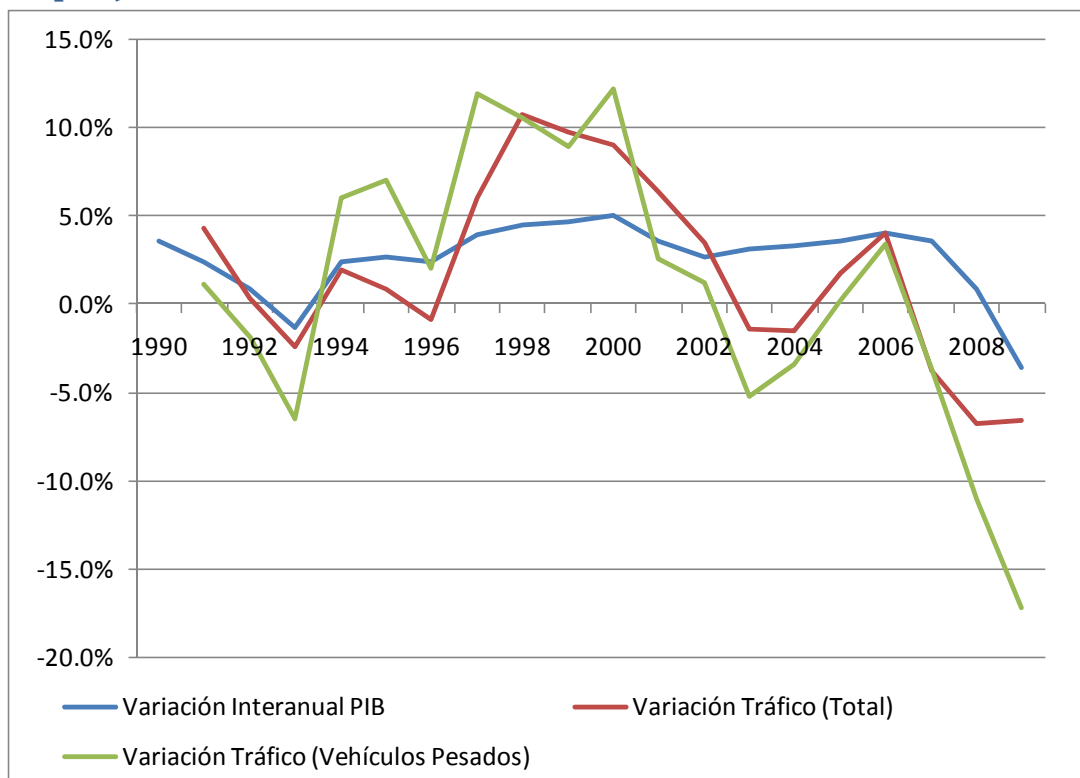
Tal como destacan los autores, la precisión de las proyecciones de tráfico parece menor en el corto plazo, especialmente para el primer año de operación de la concesión, mejorando los resultados conforme se prolonga el periodo de observación.

El estudio anterior puede complementarse con un análisis sobre el efecto del entorno macroeconómico en el riesgo de demanda, entendido como la evolución de los tráficos. A tal fin, esta Tesis Doctoral propone relacionar como principal parámetro de la situación macroeconómica de España la tasa interanual de variación del Producto Interior Bruto. Con respecto al riesgo de demanda, se propone emplear la evolución de las cifras agregadas de tráficos globales en autopistas estatales de peaje. Dichas estadísticas son información pública proporcionada por el Ministerio de Fomento, que a su vez facilita un segundo análisis de estudio al desagregar los tráficos de vehículos pesados dentro de las cifras globales de tráficos. La evolución de tráficos publicada por el Ministerio de Fomento cubre un periodo de tiempo de

18 años, mientras que es posible obtener la evolución del Producto Interior Bruto para un horizonte temporal aún más amplio.

Con objeto de determinar el grado de relación existente entre la evolución de la economía nacional y los tráficos generados, la Figura 6.4 muestra la tasa interanual de variación del Producto Interior Bruto en Base 2000 con la tasa de variación de los tráficos observados en el global de las autopistas estatales de peaje, representada por la Intensidad Media Diaria.

**Figura 6.4: Evolución interanual del Producto Interior Bruto español y de los volúmenes de tráfico en las autopistas españolas de peaje**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos del I.N.E. y del Ministerio de Fomento*

El grado de dependencia funcional entre ambas variables puede cuantificarse mediante el cálculo del coeficiente de correlación existente entre las dos series históricas, de acuerdo a la siguiente formulación:



$$r = \frac{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}) \cdot (y_i - \bar{y})}{N}}{\sqrt{\left(\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{N}\right) \cdot \left(\frac{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}{N}\right)}}$$

Siendo:

$x_i$ : observación en el año  $i$  de la tasa interanual de variación del tráfico

$y_i$ : observación en el año  $i$  de la tasa interanual de variación del PIB

$\bar{x}$ : valor medio de la tasa interanual de variación del tráfico en la serie histórica

$\bar{y}$ : valor medio de la tasa interanual de variación del tráfico en la serie histórica

$N$ : número de observaciones en la serie histórica (19)

De esta forma, se llega a un coeficiente de correlación  $r=0,72$  de la variación del PIB con respecto al tráfico total, y un  $r=0,80$  con respecto al tráfico de vehículos pesados.

Distintas son las conclusiones que pueden extraerse de este análisis:

- Existe una alta correlación en España entre el entorno macroeconómico del país y la evolución de los tráficos en las autopistas de peaje. Especialmente acentuada se demuestran las contracciones en los tráficos vividas en las dos principales crisis económicas soportadas por España en los últimos veinte años, la recesión comenzada en 2007 y la crisis sufrida en el año 1993.
- Los crecimientos de los tráficos presentan un efecto amplificador respecto al crecimiento de la economía española. Así, los mayores crecimientos del Producto Interior Bruto en los últimos veinte años se produjeron entre 1998 y 2000, con tasas de crecimiento del 5%, que amplificaron los crecimientos de los tráficos en el entorno del 10%.
- La lógica naturaleza económica de los tráficos de vehículos pesados hace que en éstos se acentúe aún más el impacto de las crisis económicas, como demuestra el mayor coeficiente de correlación respecto al tráfico de vehículos pesados ( $r=0,80$  frente a  $r=0,72$ ).

En definitiva, sería conveniente dotar a los modelos de previsión de la demanda del suficiente componente macroeconómico que permita poner en relación la evolución de tráficos futuros en un determinado corredor con las perspectivas económicas de su entorno.

No obstante, es necesario realizar algunas apreciaciones al respecto:

- Los datos mostrados se basan en información agregada a nivel nacional. Obviamente, el propósito de los modelos de tráfico no consiste en prever la evolución de los tráficos a nivel nacional, sino referentes a un corredor viario muy determinado. La singularidad económica de la zona de influencia de la autopista puede ser bien distinta a los datos macroeconómicos nacionales.
- De forma equivalente, la correlación entre tráficos y entorno macroeconómico queda demostrada en tanto los datos de tráficos son medias nacionales que pueden distorsionar la visión del proyecto, mientras que es posible que autopistas concretas hayan visto reducidos sus tráficos en épocas de bonanza, o viceversa, por factores concretos que afectan exclusivamente a dicha infraestructura.
- El Producto Interior Bruto es un excelente indicador clásico de la situación económica, pero no deben olvidarse otros parámetros directamente ligados al tráfico, aunque también a la economía, que será interesante considerar en las proyecciones de tráfico. Tal es especialmente el caso del ratio de motorización de la población.
- Una financiación con recurso a los mercados de capital, como es el caso de una titulación de activos, mediante la emisión de bonos por encima del grado de inversión no es necesariamente la que responde con fortaleza al escenario venidero más probable, sino la que responde con fortaleza a un número de múltiples escenarios venideros cada uno de ellos con una probabilidad asociada, en vez de un único escenario. Ésta es precisamente la base teórica en el empleo de modelizaciones probabilísticas como la simulación de Monte Carlo.

#### **6.4. RIESGO DE EXPLOTACIÓN Y MANTENIMIENTO**

Es interesante realizar una analogía entre la titulación de préstamos bancarios y la titulación de una infraestructura para clarificar el esquema del reparto de riesgos en la operación. Al igual

que en el caso de una titulación de préstamos bancarios, el banco originador de los préstamos cede el interés económico sobre los mismos a un vehículo, aún a pesar de mantener las labores de administración de dichos préstamos (por ejemplo, el envío de cartas a los deudores o la gestión de los cobros), el reparto de funciones en la titulación de infraestructuras tiene una naturaleza análoga.

Así, la empresa concesionaria cede al vehículo el interés económico sobre los flujos generados por la infraestructura, pero de forma análoga al ejemplo anterior, mantiene las funciones de “administración del activo”. Esta “administración del activo”, más apropiadamente “gestión del activo” para la titulación de la infraestructura, significa la realización de las actividades propias de la explotación de una obra pública.

La empresa concesionaria continuará por tanto explotando la concesión, salvo pacto en contrario. Resulta difícil imaginar un vehículo instrumental como es un fondo de titulación de activos proporcionando los medios materiales y humanos para la explotación de una obra pública. Por este motivo, y en tanto los flujos monetarios generados por la infraestructura dependen del nivel de servicio proporcionado por la empresa cedente, es necesario garantizar un adecuado grado de conservación y mantenimiento de la obra pública.

Existe por tanto el riesgo de que la empresa concesionaria pueda realizar un mantenimiento deficiente de una infraestructura de cuyos derechos de cobro ya no es titular. Si el grado de servicio proporcionado por la empresa concesionaria es insuficiente, se producirá un perjuicio a los intereses de los bonistas que puede acarrear consecuencias severas en el repago de la deuda titulizada.

Con el fin de mitigar este riesgo, existen tres vías paralelas de actuación que deberían ser implantadas en una estructura financiera de este tipo:

- Las obligaciones y grado de servicio ofrecido por la empresa concesionaria deben quedar perfectamente acotados en la escritura de constitución del fondo de titulación de activos. Cualquier ambigüedad resultado de un desarrollo insuficiente de las prestaciones a ofrecer por la empresa concesionaria puede traducirse en un perjuicio a

- los bonistas de la operación, verdaderos titulares del interés económico de la infraestructura explotada por la empresa concesionaria.
- Una vinculación económica entre los intereses de los bonistas y los de la empresa concesionaria, como pudiera ser la aportación por ésta de fondos de reserva, tramos “equity” o cualquiera de las múltiples formas posibles de retener parte del interés económico en la operación, ayudarán a evitar el riesgo de un desentendimiento total por parte de la empresa concesionaria en el devenir de la titulización.
  - Si las dos vías anteriores resultaran infructuosas, la operación debe prever el diseño de una tercera vía coercitiva que proteja a los bonistas de una gestión deficiente de la infraestructura. A tal fin, deberán definirse aquellas pautas imputables a la empresa concesionaria que puedan activar mecanismos de protección del inversor.

Sobre la tercera vía, debe tenerse presente que los incumplimientos de las obligaciones de la sociedad concesionaria calificadas como falta muy grave de acuerdo al Pliego de Condiciones Administrativas correspondiente puede suponer causa de resolución de la propia concesión. Es por tanto conveniente implantar en la operación, dentro de los “covenants” ya discutidos en este estudio, mecanismos que permitan la sanción o incluso sustitución de la empresa concesionaria en sus funciones de entidad explotadora de la concesión. Una de las alternativas más contundentes son las cláusulas de “step-in” que permitirían a la sociedad gestora del fondo de titulización de activos proponer un reemplazo de la empresa concesionaria como responsable de la explotación y mantenimiento de la infraestructura si del desempeño de sus funciones se comprobara un perjuicio grave de los intereses de los bonistas del fondo.

Aunque la mayor parte de los derechos de crédito cedidos por el concesionario al fondo de titulización de activos provengan de la explotación de la infraestructura principal objeto del contrato de concesión, no existe impedimento alguno para que dichos derechos de cobro se extiendan a otras actividades adyacentes de la concesionaria. En el caso concreto de las autopistas de peaje, la Ley 8/1972, de 10 mayo, de construcción, conservación y explotación de autopistas en régimen de concesión, extiende en su artículo 8.2 el objeto social de la concesionaria de autopistas a las actividades dirigidas a la explotación de las áreas de servicio

de las autopistas cuya concesión ostente, las actividades que sean complementarias con la construcción, conservación y explotación de las autopistas, y las tres siguientes actividades:

- Estaciones de servicio
- Centros integrados de transportes
- Aparcamientos

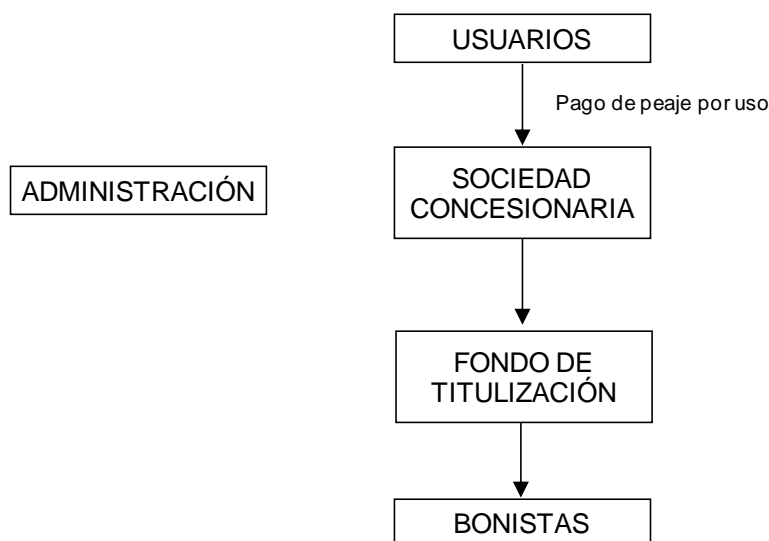
Estas tres últimas actividades se consideran con la única condición de que se encuentren ubicadas dentro del área de influencia de la autopista, según fuese delimitada reglamentariamente.

Dentro del ámbito de las concesiones en España, las fórmulas de financiación ofrecen distintas alternativas de gestión. Dependiendo del esquema elegido dentro de las opciones posibles, existirían distintos esquemas de circulación de los flujos de caja cedidos a un fondo de titulación. La mayor diferenciación se produce entre las dos alternativas siguientes:

- Financiación de la concesión a través del pago por parte de los usuarios de la infraestructura de tasas o cánones (como en el caso de puertos y aeropuertos) o peajes (como el caso más común de las autopistas).
- Financiación de la concesión a través del pago por parte de la Administración Pública concedente al concesionario de las cantidades previamente estipuladas en el contrato de concesión, y generalmente ligado al grado de utilización de dicha infraestructura (peaje en sombra).

En el primer caso, son los propios usuarios de la infraestructura los que realizan un pago directo al concesionario, tal como esquematiza la Figura 6.5.

### Figura 6.5: Esquema de funcionamiento de una titulación de peaje directo



*Fuente: elaboración propia*

Pueden efectivamente diferenciarse la modalidad del peaje como contraprestación de un servicio determinado a la de la tasa como pago por una disponibilidad de uso. Habría que recurrir a la Directiva 2006/38/CE del Parlamento Europeo y del Consejo para encontrar la diferenciación exacta entre ambos conceptos en el caso del transporte por carretera:

*“Peaje: El pago de un importe determinado por recorrer un vehículo una distancia determinada en las infraestructuras a que se refiere el artículo 7, apartado 1, basado en la distancia recorrida y en el tipo de vehículo”*

*“Tasa: El pago de un importe determinado que dé derecho a un vehículo a utilizar las infraestructuras a que se refiere el artículo 7, apartado 1, durante un período de tiempo determinado”*

El funcionamiento de la titulación bajo este esquema se traduciría en que los usuarios realizarían el pago por uso a la empresa concesionaria. La concesionaria recibiría pagos diarios generados por los derechos de crédito previamente cedidos a un fondo de titulación. En este caso, el flujo recibido por el concesionario es continuo.

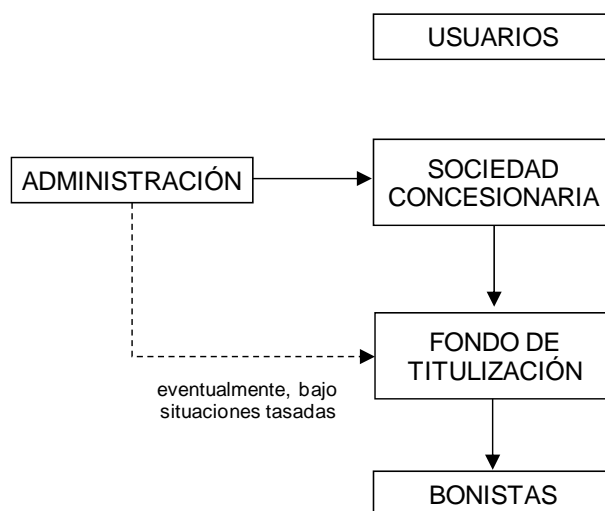
La operativa habitual requerirá que el concesionario traspase las cantidades abonadas por los usuarios a una cuenta bancaria bajo titularidad del fondo de titulación de activos. Dos son los requisitos habituales sobre dichos traspasos:

- La escritura de constitución del fondo de titulación de activos debe recoger en todo caso la frecuencia establecida de traspasos de fondos desde las cuentas bancarias a nombre del concesionario hasta la cuenta bancaria a nombre del fondo de titulación de activos.
- Es práctica habitual que las agencias de calificación requieran una mínima calificación crediticia a la entidad donde se abra la cuenta bancaria bajo titularidad del fondo de titulación de activos.

Esta cuenta bancaria recibe generalmente la denominación de cuenta de tesorería. Los procedimientos habituales reseñados, tanto en fijación de frecuencia de traspasos como de calificación crediticia mínima de la entidad depositaria de la cuenta de tesorería tienen como objetivo último minimizar el riesgo de *commingling* asociado al dinero perteneciente al fondo de titulación, dado el carácter fungible del mismo, tal como se analizará en el Capítulo 7.

Por su parte, el esquema de los flujos de caja en una titulación bajo la segunda modalidad de peaje en sombra se esquematiza en la Figura 6.6.

### Figura 6.6: Esquema de funcionamiento de una titulación de peaje sombra



Fuente: elaboración propia

En este segundo caso esquematizado en la Figura 6.6, el peaje en sombra, la sociedad concesionaria no recibiría una continuidad de pagos diarios recibidos de los usuarios de la infraestructura, sino que por el contrario recibiría un pago puntual, con periodicidad preestablecida, por parte de la Administración concedente, por un importe ligado a la utilización y grado de mantenimiento de la infraestructura. Esta modalidad, extendida en España a través de las concesiones de autopistas licitadas por un considerable número de Comunidades Autónomas, suele conllevar una periodicidad de pagos mensual por parte de la Administración a la empresa concesionaria. A partir del momento en el que la empresa concesionaria recibe el pago por la Administración, debería redirigir los fondos recibidos a la cuenta de tesorería anteriormente descrita, de forma que los pagos serían así efectivamente recibidos por el fondo de titulización. Como única distorsión en este esquema de pagos podrían mencionarse los pagos diferidos que deba realizar la Administración al concesionario como consecuencia de errores en los métodos de conteo del tráfico.

Debe recalcar por tanto que la titulización de los derechos de cobro sería posible bajo cualquiera de los dos esquemas anteriores. No obstante, podría concluirse que el peaje en sombra presenta una mayor facilidad operativa para la aplicación de la titulización, al limitarse a ceder al fondo una serie de pagos puntuales periódicos recibidos de la Administración. Otra de las ventajas que podría presentar el peaje en sombra para su titulización es la posibilidad legal de incorporar en la escritura de constitución del fondo de titulización la obligación de notificar a la Administración concedente una posible redirección de los pagos que deba realizar. Incluso la cuestión de los pagos diferidos como consecuencia de los errores de medición puede minimizarse mediante un modelo simple de optimización de ingresos para la empresa concesionaria como el propuesto por Robusté et al. (1999), que propone trabajar con el valor del conteo más provechoso para la concesionaria, determinando los márgenes de error en los conteos de forma que se lograra maximizar los ingresos esperados de la concesionaria. Los autores cifran los incrementos de ingresos producidos mediante un conteo modificado entre un 2 y un 4%.

El hecho de que en el peaje en la sombra la práctica totalidad de los ingresos que se cederían al fondo de titulización son abonados por la Administración Pública al concesionario, refuerza la necesidad de mitigar el posible riesgo de *commingling* contemplando en la documentación del



fondo la necesidad de notificar a la Administración Pública de que los pagos deben ser realizados al fondo de titulización.

## 6.5. INTRODUCCIÓN AL ANÁLISIS APLICADO DEL PASIVO

El análisis del pasivo de un fondo de titulización de infraestructuras es la continuación natural al análisis de su activo. La principal diferencia metodológica entre el estudio del activo y el pasivo de un fondo de titulización de infraestructuras es que mientras el activo es completamente singular dentro del mundo de la titulización<sup>20</sup>, no puede decirse lo mismo sobre la composición del pasivo en un fondo de titulización de infraestructuras. El pasivo de este tipo de fondos está constituidos por bonos con algunas peculiaridades que les diferencian del resto de sectores de la titulización más convencional, pero en la práctica no existen muchas diferencias entre cualquier instrumento de deuda, con independencia del tipo de activo titulado.

El objetivo de este segundo bloque dentro del Capítulo 6 es describir someramente los elementos comunes a cualquier pasivo titulado, incidiendo en las características específicas del pasivo respaldado por derechos de cobro que las diferencian de las titulaciones más convencionales, fundamentalmente en lo referente al tipo de amortización de la deuda.

Resulta interesante volver a recurrir a la etimología para comprender la naturaleza del pasivo. La titulización se enmarca también dentro del término homólogo de las “finanzas estructuradas” o “*structured finance*”. Así pues, es indicativo que una de las acciones fundamentales en el proceso de titular será la estructuración de un pasivo mucho más complejo que una emisión de deuda corporativa convencional. Una de las peculiaridades de esta acción es el alto grado de flexibilidad con el que puede diseñarse el pasivo a emitir por el fondo de titulización. Las finanzas estructuradas se caracterizan por haber desarrollado estructuras cada vez más complejas a una gran velocidad hasta el estallido de la crisis crediticia en 2007. Una de las principales referencias sobre los productos estructurados es la recopilación llevada a cabo por Fabozzi y Choudhry (2004).

---

<sup>20</sup> No debe olvidarse que este tipo de titulaciones de infraestructuras son agrupadas en la terminología de la titulización mediante el término “*esoteric*”, lo que da idea de la singularidad que representan no ya en España sino incluso dentro de un sector mundialmente dominado por las titulaciones de activos financieros, ya sean hipotecarias (RMBS), derivados (CDO), préstamos no hipotecarios (ABS) etc.

Si la sociedad concesionaria, de acuerdo a criterios financieros, se mostrase favorable al estudio de la titulación de la infraestructura, se abriría un periodo en el que debería presentar su iniciativa en los mercados de capital.

Si en el caso de una titulación de activos financieros, el propio banco originador de los activos suele contar con los medios suficientes para abordar directamente los mercados de capital, esta aproximación directa se hace mucho más complicada en el caso de una sociedad concesionaria convencional.

Esta falta de medios suficientes hace necesario el recurso a un banco de inversión que pueda asesorar a la sociedad concesionaria desde la fase inicial de su iniciativa. Este asesoramiento se plasma económicamente en una comisión de estructuración que la entidad concesionaria deberá abonar al banco de inversión por sus servicios. Conviene tener en cuenta que esta comisión puede no ser el único incentivo económico del banco de inversión en la operación, en tanto éste podría estar interesado en aportar servicios adicionales, el más importante de los cuales sería el aseguramiento de la colocación de los bonos de titulación en los mercados de capital. Otros incentivos del banco de inversión pueden ser aceptar las funciones de cualquiera de las contrapartidas típicamente presentes en un fondo de inversión (agente financiero, contrapartida del *swap* etc.).

Fabozzi (2001) presenta un listado de algunas de las principales tareas del banco de inversión como estructurador del fondo:

- Asistencia en la recopilación de información
- Análisis del activo
- Diseño de la estructura financiera
- Coordinación del equipo asesor
- Contacto con las agencias de calificación
- Presentación de la operación a inversores
- Negociación del margen de los bonos
- Coordinación de la documentación legal
- Gestión del cierre de la operación

Es altamente conveniente una sólida experiencia previa del banco de inversión en el mercado de la titulización en España, de forma que se garantice un perfecto conocimiento de cómo funciona nuestro mercado y cuáles son los requisitos exigidos por el regulador, la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Sobre este punto, el gran desarrollo del mercado de la titulización en España y la propia naturaleza internacional de los bancos de inversión hace que prácticamente la mayoría de estos actores tengan experiencia previa en la titulización de activos financieros en España.

Si importante es la labor del banco de inversión, aún de mayor relevancia es el papel de la sociedad gestora del fondo, que no sólo toma protagonismo en esta etapa de diseño de la operación, sino que pasa a ser crucial a partir de la constitución del fondo. Su papel es analizado en detalle en el apartado 7.9.2.

Una de las características principales de cualquier instrumento de deuda mediante titulización es el diseño de diferentes tramos de bonos con un distinto perfil de riesgo y vencimiento. El objetivo principal de estos diseños es poder llegar a diferentes perfiles de inversión, facilitando la colocación de la inversión a entidades con estrategias muy distintas entre sí, desde las más conservadoras a las más agresivas.

Si efectivamente una de las acciones inherentes a la titulización es la estructuración, queda pendiente de respuesta quién es el agente encargado de estructurar la emisión. En términos generales, es la banca de inversión la encargada del diseño de este tipo de estructuras, siendo éste el primero de los servicios proporcionados a la empresa concesionaria interesada en titular sus flujos de caja. Este servicio puede completarse con otras tareas como el compromiso de colocación de la emisión entre inversores y todas las actividades necesarias en el proceso de colocación de los bonos en los mercados internacionales de capitales.

Es frecuente comprobar cómo la estructuración de estos productos de crédito se realiza “ad hoc” para cubrir las necesidades concretas de un inversor específico, identificado de antemano y con un interés previo por adquirir la emisión.

Tal como fue desarrollado al tratar la titulización corporativa, el aislamiento de unos determinados activos que son posteriormente cedidos a un vehículo de titulización

(garantizando la “*bankruptcy remoteness*”) permite reducir el nivel de riesgo crediticio inherente a la empresa en su conjunto, lo que se traduce en mejores calificaciones crediticias. En un paso posterior, es posible elevar aún más la calificación crediticia para ciertos tramos de bonos. El concepto clave que determina la calificación crediticia de cada tramo de bonos por separado es la denominada “mejora crediticia”, según se trata en el siguiente apartado.

## 6.6. MEJORA CREDITICIA

La estructuración de un vehículo de titulización en distintos tramos de deuda permite definir para cada uno de ellos un perfil específico de riesgo según las normas de prelación establecidas dentro de la amortización de la deuda, o las garantías adicionales aportadas por terceras partes.

El conjunto de protecciones con las que cuenta cada tramo de bonos específicamente se denomina “mejora crediticia”, y permite que la calificación crediticia otorgada por las agencias de calificación a cada tramo sea superior para aquellos bonos con mayores niveles de mejora crediticia. En términos generales, la mejora crediticia de un tramo de bonos determinado se cuantifica en el porcentaje de pasivo situado por debajo de dicho tramo en el orden de prelación de pagos establecido por el fondo de titulización, y que por tanto permiten determinar el nivel porcentual de pérdidas en las que podría incurrir el fondo de titulización sin llegar a afectar al tramo de bonos considerado.

En las finanzas estructuradas se emplean distintos elementos que en su conjunto determinan la mejora crediticia del tramo de bonos:

- Subordinación
- Fondo de Reserva
- Permuta financiera de intereses
- Sobrecolateralización
- Avaes o garantías

De estas cinco fuentes de mejora crediticia, la permuta financiera de intereses no nace con intención de aportar una protección crediticia a los bonos, sino que es meramente un contrato que protege al fondo de titulización de las fluctuaciones en los tipos de interés en el caso de

que los bonos sean remunerados según un interés variable ligado a un índice, típicamente Euribor. No obstante, tal y como se detalla en el apartado de modelización financiera, este tipo de instrumentos pueden llegar a suponer una mejora de crédito artificial a la operación si rebajan artificialmente y de forma temporal el pago de los intereses de la deuda.

La sobrecolateralización es el concepto empleado en la titulación para definir aquella situación donde el volumen del pasivo es inferior al volumen de los activos que respaldan la emisión. Este concepto es especialmente claro en la titulación de activos financieros, donde por ejemplo una emisión de 80 unidades de bonos puede estar respaldada por préstamos por un valor de 100, existiendo por tanto una sobrecolateralización del 20% que garantiza que una pérdida de 20 en el valor de los activos no impactará en el repago de la deuda. Este concepto puede ser trasladable a la titulación de flujos de caja, pues en suma el Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda representa exactamente el exceso de los flujos generados por el activo una vez afrontado el pago de la deuda. Por lo tanto, el Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda específico para cada tramo de bonos determina igualmente la mejora crediticia.

Mayor importancia merece el tratamiento de las restantes tres fuentes de mejora de crédito, según son descritas a continuación.

### **6.6.1 Avaless y garantías externas**

La existencia de avales o garantías otorgadas por una entidad a una serie determinada de bonos significa otra manera de proporcionar externamente un apoyo al repago de los bonos. Si el objetivo de la titulación es lograr calificaciones crediticias superiores a la propia calificación crediticia de la empresa, entendiendo como tal la empresa matriz de la sociedad concesionaria, parece por tanto ineficaz el recurso a este tipo de garantía si quien la otorga es la matriz. No obstante, existe una triple vía de garantías exteriores a considerar en este tipo de operaciones:

- Garantías proporcionadas por las agencias multilaterales de cooperación.
- Garantías proporcionadas por aseguradoras de deuda (*monoline insurance*), que ofrecen su propia calificación crediticia a los bonos que aseguran.
- Garantías proporcionadas por las Administraciones Públicas.

La primera vía pretende un apoyo financiero desde las agencias de colaboración internacionales con el objeto de facilitar los proyectos de infraestructuras en economías emergentes. El enfoque nacional de este estudio no hace necesario seguir profundizando con esta primera vía, de poca relevancia en el mercado español, si bien muy interesante para empresas españolas invirtiendo en países emergentes.

Por lo que respecta a la segunda vía, este esquema ha sido ampliamente empleado en las titulaciones corporativas y emisiones de deuda respaldadas por proyectos de infraestructuras. Estas entidades contaban con la máxima calificación crediticia de las agencias de calificación (Aaa/AAA/AAA), con lo que la calificación subyacente de emisiones que se encontraban en el umbral del grado de inversión (Baa/BBB/BBB) podían ser colocadas en el mercado con la máxima calificación crediticia a cambio de una prima de aseguramiento pagada por los emisores a las aseguradoras de bonos.

Si bien no numerosos, sí pueden reseñarse algunos precedentes de infraestructuras españolas cuyas emisiones de deuda obtuvieron la máxima calificación crediticia a través del aseguramiento o “*wrap*” de las aseguradoras de bonos. En concreto, los tres precedentes de autopistas de peaje han sido:

- Autovía de los Viñedos (AUVISA)<sup>21</sup>, que emitió en el año 2004 bonos por 64,1 millones de euros, con una calificación subyacente de Baa3 para Moody’s y BBB- para Standard&Poor’s (calificaciones equivalentes en ambas escalas), exactamente en la calificación que define el límite del grado de inversión o “*investment grade*”. A través del aseguramiento proporcionado por la aseguradora de bonos o “*monoline insurance*” XL Capital Assurance Ltd, con una calificación crediticia en aquel momento de Aaa para Moody’s y AAA para Standard&Poor’s, la calificación asignada a los bonos fue de Aaa para Moody’s y AAA para Standard&Poor’s tras la garantía aportada por XL Capital Assurance Ltd. Tras la bajada de la calificación otorgada por las agencias de calificación a la aseguradora monoline, hasta un nivel de Baa2 para Moody’s a comienzos del año 2008, la consecuencia natural fue la pérdida de la máxima calificación para el bono asegurado hasta Baa2, a la vez que una mejora en las

---

<sup>21</sup> Información disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores como regulador del mercado español donde fueron emitidos los bonos.

perspectivas de la autopista motivó una subida de la calificación subyacente de la inicial Baa3 hasta Baa2, de forma que en la actualidad tanto la calificación asegurada como la subyacente coincidieron en Baa2.

- Autovía del Camino<sup>22</sup>, que en el año 2006 acometió la refinanciación de su deuda a través de dos préstamos, por 175 millones de euros concedido por el Banco Europeo de Inversiones, y otro concedido por un banco comercial, por 145 millones de euros. De forma análoga al caso anterior, el aseguramiento proporcionado por la aseguradora XL Capital Assurance Ltd permitió otorgar la máxima calificación crediticia a ambos préstamos, Aaa y AAA por Moody's y Standard&Poor's respectivamente. La bajada de la calificación crediticia de la aseguradora motivó la pérdida de su calificación asegurada y su sustitución por su calificación subyacente, en este caso Baa1 para Moody's y BBB para Standard&Poor's.
- Autovía de la Mancha (Aumancha)<sup>23</sup>, que en plena crisis crediticia, en abril de 2008, recibió un préstamo bancario de 110 millones de euros asegurado por otra "monoline", en este caso FSA, de forma que la calificación crediticia subyacente fue de A1 para Moody's, la mayor de los tres casos estudiados, frente a una calificación asegurada de Aa3, un nivel por encima de la subyacente, equivalente a la calificación actual de la aseguradora.

A raíz de la crisis crediticia de 2007, tal como ya se ha adelantado en los ejemplos anteriores, estas entidades han perdido la máxima calificación crediticia, de forma que en la actualidad este esquema de aseguramiento ha dejado de estar disponible, pues en muchas ocasiones las calificaciones actuales de algunas "monolines" son incluso inferiores a las calificaciones subyacentes de los proyectos, y el futuro del negocio asegurador de bonos continúa más que incierto en la actualidad (Wilkie, 2009), aunque debe matizarse que buena parte del impacto de la crisis crediticia viene motivado por otros productos estructurados asegurados que representan un elevado porcentaje de sus carteras como son los derivados (CDOs), totalmente ajenos a un sector más estable como las infraestructuras. Por lo tanto, esta segunda vía tampoco parece accesible en el corto y medio plazo para titulaciones de infraestructuras españolas.

<sup>22</sup> Información disponible en Project Finance Magazine, en su número de mayo de 2006.

<sup>23</sup> Información extraída del comunicado de prensa emitido por FSA al cierre de la operación (con fecha 21 de abril de 2008).

A la vista de la indisponibilidad de las dos primeras vías, aumenta el interés por la tercera de éstas, el empleo de garantías proporcionadas por las Administraciones Públicas. La analogía con el caso del aseguramiento por parte de las “*monoline insurance*” es muy elevada, pues en este último caso las calificaciones subyacentes pueden beneficiarse de la solvencia financiera de las Administraciones Públicas (reflejada en las calificaciones crediticias) que garanticen una titulación determinada. Dadas las sólidas calificaciones crediticias de buena parte de las comunidades autónomas, así como del Reino de España y un buen número de ayuntamientos españoles, esta tercera vía es perfectamente aplicable a la titulación de infraestructuras. Esta garantía financiera por parte de Administraciones Públicas altamente calificadas es precisamente la herramienta aplicada en titulaciones de préstamos concedidos a PYMES, tal es el caso de los programas mencionados en la Tabla 6.2.

**Tabla 6.2: Programas de titulación sujetos a garantía de administraciones públicas**

(programas y calificaciones actualizadas a septiembre de 2009)

<b>Nombre del Programa</b>	<b>Tipo de Préstamos</b>	<b>de Administración Aseguradora</b>	<b>Calificación S&amp;P</b>	<b>Calificación Moody's</b>	<b>Calificación Fitch</b>
FTPYME	PYMES	ICO /Reino de España	AA+	Aaa	AAA
FTVPO	Hipotecas VPO	ICO /Reino de España	AA+	Aaa	AAA
FTGENCAT	PYMES	Generalitat de Cataluña	AA-	Aa3	AA-
FTGENVAL	PYMES	Generalitat de Valencia	AA-	Aa2	A+

Fuente: elaboración propia a través de datos publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores



La inexistencia de titulaciones corporativas hasta el momento hace imposible encontrar algún precedente en el uso de este tipo de garantía en la financiación de infraestructuras. Las enormes posibilidades que presenta la garantía de emisiones de titulización por parte de las administraciones públicas españolas hace necesario que esta vía sea analizada más en detalle dentro de las recomendaciones que esta Tesis Doctoral propone en su último capítulo.

### **6.6.2 Subordinación**

La propia existencia de un orden de prelación de pagos en el fondo de titulización facilita la división de la emisión en distintos tramos de bonos, donde la deuda senior dispondrá de prioridad al emplearse en su repago todos los flujos recibidos por el fondo de titulización y generados por la infraestructura.

En términos generales, los tramos intermedios de deuda reciben la denominación de “deuda mezzanine”, mientras que el último tramo en la prioridad de pagos recibe la denominación de deuda subordinada o “deuda junior”. El volumen de deuda situada por debajo de un determinado tramo de bonos es por tanto la mejora crediticia o protección otorgada por la propia estructura. Evidentemente, la calificación de cada uno de estos tramos será progresiva, recibiendo la máxima calificación de entre todos los tramos la deuda senior, y la mínima calificación de entre los distintos tramos la deuda subordinada.

Estas reglas generales tienen un elevado número de excepciones, pues la progresiva complejidad de las finanzas estructuradas tiende a crear estructuras de pago cada vez más complejas. La regla general de amortización secuencial, entendida como que un tramo de bonos no puede comenzar su amortización hasta que todos los tramos superiores hayan sido totalmente repagados, puede ser modificada bajo ciertos condicionantes o “triggers” por estructuras pro-rata donde todos los tramos se amorticen a la vez, de forma proporcional a sus volúmenes.

Igualmente, la práctica general suele significar el pago de intereses a todos los tramos de bonos desde la primera fecha de pago, antes por tanto que el inicio del pago de principal a los tramos subordinados.

Un ejemplo de una estructura simple, con tres tramos, podría seguir el siguiente modelo de orden de prelación de pagos<sup>24</sup>:

1. Pago de gastos y comisiones del fondo
2. Pago de intereses al Tramo A
3. Pago de intereses al Tramo B
4. Pago de intereses al Tramo C
5. Amortización del Tramo A
6. Amortización del Tramo B
7. Amortización del Tramo C

Así, el tramo A representaría la deuda senior, el tramo B la deuda intermedia y el tramo C la deuda subordinada.

La mejora crediticia se complementarían con las reservas existentes en la operación, tratadas en el siguiente punto. Tras el siguiente punto, concluye este apartado de mejora crediticia con un ejemplo real de estructura empleada en una titulación europea.

### 6.6.3 Sistema de Reservas

El equivalente a los fondos de reserva o tramos “*equity*” en las operaciones convencionales de titulación de activos bancarios es la reserva para el servicio de la deuda que se contemple en la operación.

Con carácter general, esta reserva, que será dotada a la constitución del fondo de titulación, estará calculada de forma que permita afrontar los pagos a los bonistas durante un periodo de tiempo determinado. Teniendo en cuenta que el servicio de la deuda podrá aumentar o disminuir a lo largo de la vida de la operación, el tamaño de la reserva para el servicio de la deuda será igualmente dinámico, de forma que:

- En el caso de un aumento en el servicio de la deuda para el periodo considerado, será preciso que el orden de prelación de pagos permita la retención del exceso de caja preciso para aumentar la dotación del fondo de reserva.

---

<sup>24</sup> El orden de prelación de pagos recibe la denominación coloquial de “*waterfall*” o cascada en la terminología financiera inglesa.

- En el caso de una disminución en el servicio de la deuda para el periodo considerado, podrá liberarse el exceso de reserva a través del orden de prelación de pagos, pudiendo destinarse a otros conceptos subordinados en dicho orden de prelación.

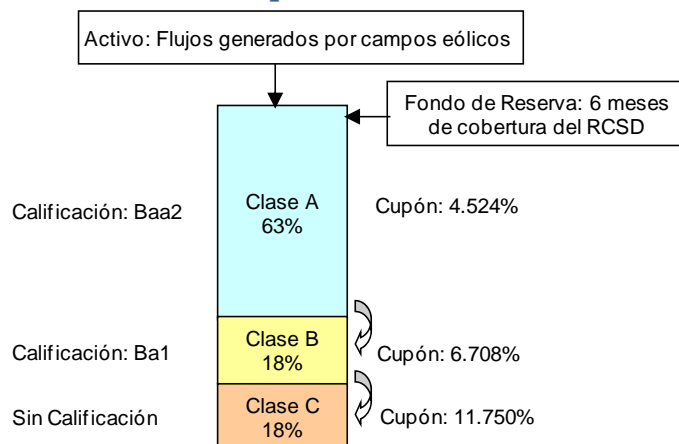
La dotación de la reserva para el servicio de la deuda puede realizarse de distintas formas:

- Con cargo a los fondos captados por la concesionaria tras el desembolso de los bonos.
- Con cargo al exceso de flujos de caja existente tras acometer el pago del servicio de la deuda.
- Con cargo a fondos aportados por la concesionaria, su matriz u otra tercera parte mediante un préstamo subordinado.

Dada la particular naturaleza del negocio, la sociedad concesionaria debe afrontar importantes inversiones a lo largo de la vida de la concesión con el fin de garantizar el nivel de servicio establecido en el pliego de la misma. Conforme avance el periodo de explotación de la infraestructura, se hará necesario realizar una serie de inversiones con el objeto de reponer tanto elementos estructurales como de equipamiento de la infraestructura. Esta serie de inversiones deberán afrontarse mediante una segunda reserva, que podría denominarse reserva de mantenimiento o reposición. Este segundo tipo de reserva podrá de igual forma dotarse a través del exceso de flujos de caja en aquellas fechas de pago donde exista un remanente de recursos disponibles tras satisfacer el servicio de la deuda y dotar la reserva para el servicio de la deuda.

#### **6.6.4 Ejemplo de estructura real**

La operación que sirve como ejemplo real de una estructura de titulización es Breeze Three, una operación cerrada en 2007 donde tres clases de bonos con amortización secuencial estaban respaldadas por los ingresos generados por una serie de campos eólicos ubicados en Alemania y Francia.

**Figura 6.7: Estructura de la operación Breeze Three**

*Fuente: Elaboración propia a través de la información del New Issue Report de Moody's*

Se puede observar en la Figura 6.7 cómo la Clase A (calificada como Baa2) es la deuda senior de la estructura, frente a la Clase B (calificada como Ba1) o deuda intermedia y la Clase C o deuda subordinada (sin calificar). Todas estas calificaciones son las subyacentes a cada tramo, sin aseguramiento. También se observa cómo la remuneración o prima de riesgo que reciben los bonistas de cada uno de estos tres tramos está en función del nivel de riesgo de cada tramo, siendo la deuda subordinada retribuida con un tipo de interés que prácticamente triplica al de la deuda senior.

### 6.6.5 Consideraciones sobre la mejora crediticia

Una vez analizadas las distintas modalidades de mejora crediticia, se evidencia cómo juegan un papel de inyección artificial de recursos o un “coeficiente de seguridad” derivado del orden de prelación de pagos, y que en todo caso mejoran la calificación crediticia que de otra forma hubiera sido otorgada al activo sin emplear estas técnicas de estructuración.

Algunas consideraciones de interés serían:

- Como regla general, y desde una visión teórica del riesgo de crédito, los bonos senior respaldados por cualquier activo titulado siempre podría llegar a la máxima calificación crediticia (Aaa/AAA/AAA) con independencia del riesgo del activo, sin más que aumentar la mejora crediticia que lo sostiene (a través de mayor subordinación y un mayor fondo de reserva). En el caso extremo, una emisión de 100 unidades respaldada por un depósito de 100 unidades en una cuenta bancaria del fondo de

titulización, a modo de reserva, no podría sino recibir una calificación de Aaa/AAA/AAA pues no existe riesgo de impago alguno.

- En general, este tipo de operaciones puede ser potencialmente más conflictivo que los fondos de titulización de activos bancarios, dada la alta posibilidad de situaciones de renegociación etc. Con el objeto de minimizar posibles conflictos de intereses entre los bonistas de distintas clases, parece conveniente reducir el número de tramos o incluso emitir un único tramo de forma que, aunque exista un elevado número de bonistas, todos estén sujetos a las mismas reglas del juego. De hecho, las titulizaciones corporativas en el Reino Unido se caracterizan por la emisión de a lo sumo dos tramos de bonos, frente a la norma general en las titulizaciones hipotecarias, donde puede llegarse a más de cinco tramos diferentes, sin contar con los subtramos en los que se puede dividir la deuda senior.

### 6.7. GASTOS DEL FONDO

Forman el primer elemento de gastos que deberá afrontar el fondo de titulización, y con carácter general representan el pago debido a las distintas partes actuantes en la operación. En algunos casos, se trata de partidas que se abonarán en un único pago al cierre del fondo (como por ejemplo la comisión de aseguramiento o los costes de registro y admisión en la Comisión Nacional del Mercado de Valores), mientras que en otros casos se trata de gastos periódicos que el fondo soportará a lo largo de la vida de la operación (como por ejemplo la comisión de la sociedad gestora). La siguiente lista contempla buena parte de estos conceptos:

- Impuestos
- Comisión de Administración<sup>25</sup>
- Comisión de Aseguramiento
- Comisión de la Sociedad Gestora
- Registro y Admisión en CNMV
- Notaría y Registro
- Comisión del mercado AIAF
- Comisión de la(s) agencia(s) de calificación

---

<sup>25</sup> Aunque también es posible que la comisión de administración aparezca como totalmente subordinada al pago de principal e intereses a los bonistas.

- Gastos de publicidad

A modo de ejemplo, se reproducen a continuación los gastos estimados que se establecieron en la emisión de AUVISA, según lo recogido por el folleto de emisión, y teniendo en cuenta que se trató de una emisión convencional de deuda corporativa (no titulizada), y siendo tarifas vigentes en 2004.

**Tabla 6.3: Costes estimados en la emisión de AUVISA**

CONCEPTO	IMPORTE <sup>26</sup>
Comisión de Aseguramiento	326.000
CNMV (Registro y Admisión)	11.000
Notaría y Registro	24.000
AIAF	2.000
Agencias de calificación	138.000
Publicidad y otros	5.000
<b>TOTAL</b>	<b>506.000</b>

*Fuente: Folleto de la emisión*

Esta cantidad, sobre un volumen emitido de 64,1 millones de euros, representa un coste del 0,8%. Es importante tener en cuenta que buena parte de los gastos que conlleva la emisión de un fondo de titulización de activos son costes fijos independientes del volumen emitido. De esta forma, los costes fijos asociados a cualquier operación se muestran como uno de los principales determinantes para calibrar la eficiencia económica de la emisión. Para unos costes fijos de medio millón de euros, no parece factible acometer emisiones por un volumen inferior a los cincuenta millones de euros (los costes iniciales ascenderían al 1%).

<sup>26</sup> Redondeado a miles de euros.

Con el objeto de comparar los costes anteriores con los existentes en una emisión de obligaciones simples, se toma como ejemplo el caso reciente de AUDASA, que emitió 95,32 millones de euros en marzo de 2008.

**Tabla 6.4: Costes estimados en la emisión de AUDASA (2008)**

CONCEPTO	IMPORTE <sup>27</sup>
Imprenta y Publicidad	500.000
CNMV (Registro y Admisión)	13.000
Tasas Supervisión AIAF CNMV	3.000
AIAF	5.000
Comisión de Agencia	25.000
<b>TOTAL</b>	<b>546.000</b>

*Fuente: Folleto de la emisión*

## 6.8. PAGO DE INTERESES A LOS BONOS

Con independencia del momento temporal en el que un determinado tramo de bonos comienza a amortizar, la regla general es que todas las clases de bonos en una emisión reciben desde el comienzo el pago de un cupón según un tipo de interés determinado. Aunque la amortización de los bonos en operaciones de financiación de infraestructuras sí reúne algunas peculiaridades, y son tratadas con mayor grado de detalle en el siguiente apartado, éste no es el caso del pago de intereses a los bonistas, procedimiento que es absolutamente convencional con respecto a cualquier bono de titulización respaldado por otros tipos de activos.

Sería conveniente realizar dos únicas matizaciones:

- La regla general es el pago de tipos de interés fijos en las emisiones de deuda respaldada por infraestructura, y en el caso de la existencia de distintas clases de

<sup>27</sup> Redondeado a miles de euros.

bonos, esta remuneración a los bonistas estaría en relación al riesgo de crédito, como puede observarse en la Figura 6.7.

- Pueden existir implicaciones impositivas favorables a los bonistas si las Administraciones Públicas deciden una menor retención fiscal en los intereses recibidos por los bonistas, en el caso de que se pretenda utilizar la política fiscal como un estímulo para la captación de inversores por parte del sector de las infraestructuras.

Un ejemplo de este tipo de tratamiento preferencial se encuentra en la disposición transitoria undécima del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

### 6.9. AMORTIZACIÓN DE LOS BONOS

A diferencia de la casi totalidad de las titulaciones existentes en la actualidad en España, donde los fondos establecen estructuras *“pass-through”*<sup>28</sup> para el repago de los bonos, una titulación de los derechos de crédito generados por una infraestructura, por analogía con cualquier tipo de bono corporativo, es más factible que siga una amortización programada del pasivo desde la constitución del fondo hasta la fecha de vencimiento de los bonos.

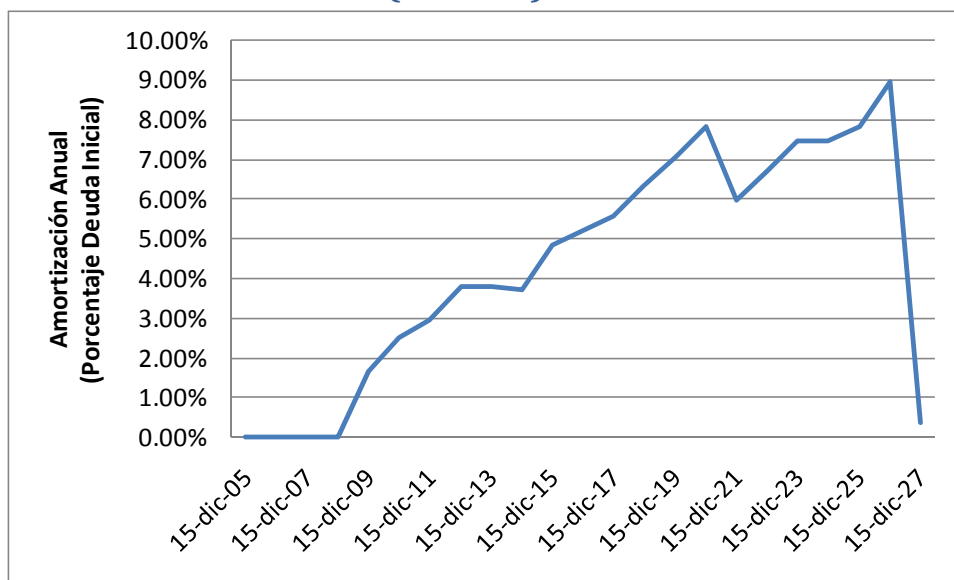
Tomando como ejemplo la emisión de la Autovía de los Viñedos, se establece un calendario de amortización que fija aquellas cantidades que, en el caso de existir suficientes recursos, recibirán los bonistas en concepto de amortización de la emisión.

---

<sup>28</sup> En un fondo de titulación tradicional, donde se titulan préstamos, por regla general los bonos se amortizan por una cantidad igual a la amortización de los préstamos, y por tanto no existe un conocimiento exacto de la cantidad que corresponde al bonista en cada fecha de pago, que se verá afectada por impagos, prepagos etc.



**Figura 6.8: Perfil de amortización de los bonos emitidos por Autovía de los Viñedos S.A. (AUVISA)**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos reflejados en el Folleto de la emisión*

Puede observarse en la Figura 6.8 cómo el perfil de amortización adoptado para esta operación permite un periodo de carencia en la amortización de los bonos, desde el cierre de la operación a finales de 2004 hasta diciembre de 2009. La entrada en funcionamiento de la concesión ocurrió en enero de 2006, de manera que durante el primer año, fue preciso financiar el pago de intereses a los bonistas. Posteriormente, durante los ejercicios 2006, 2007 y 2008, es decir, los tres primeros años de explotación de la infraestructura, se optó por un periodo de carencia de principal, es decir, únicamente era necesario satisfacer el pago de intereses a los bonistas. Más tarde, desde 2009, y atendiendo a la mayor maduración de los tráficos en este momento, comenzaría la amortización de la deuda con los bonista. El perfil de amortización desde este momento presenta una tendencia creciente en las cantidades que año a año recibirá el bonista. El hecho de que estas cantidades sean sensiblemente menores durante los primeros años de la concesión responde claramente a la intención de no forzar el periodo de maduración de los tráficos en una concesión nueva (periodo conocido en la terminología inglesa como “*ramp-up*”), hasta el momento en el que se produzca la estabilización de tráficos (Bain y Wilkins, 2002).

En relación a la amortización de los bonos, uno de los conceptos considerados por los bonistas a la hora de estudiar el repago de su inversión es la vida media, considerada como la media

aritmética del saldo de los bonos en cada fecha de pago dividida por el volumen inicial de la emisión. Un bono a diez años que no amortizase hasta su vencimiento tendría así un saldo constante durante diez años, y su vida media sería por tanto diez años. En el ejemplo contrario un bono a diez años que amortizase la totalidad de su emisión un año después del inicio de la operación, salvo una cantidad testimonial como puede ser un euro, tendría una vida media de un año a pesar de su vencimiento a diez años. Así, los inversores tienen una idea aproximada de la duración real de su inversión, más allá de la fecha de vencimiento. La fórmula de la vida media es:

$$V_m = \frac{\sum_{i=1}^n S_i}{S_1}$$

donde

$S_i$  = Saldo de los bonos en la fecha de pago “i”

$N$  = Número de fechas de pago

La vida media así obtenida tendría la misma dimensión temporal de las fechas de pago (en años si las fechas de pago son anuales)

Volviendo al ejemplo de la Autovía de los Viñedos, la vida media es de 14,4 años, frente a un vencimiento teórico de 23 años.

La flexibilidad de las estructuras de titulización permite diseñar muchos otros tipos de amortización de los bonos. Un caso extremo sería la amortización a vencimiento (bono “bullet” en la terminología inglesa), que consistiría en que el bono se amortiza mediante un pago único al final de la vida de la operación.

Más común es diseñar un periodo de carencia durante los años iniciales de la titulización, durante los cuales el bonista no recibiría ninguna cantidad en concepto de principal, y únicamente percibiría el pago de intereses, obviamente sobre la totalidad de su inversión. Estos periodos de carencia pueden ajustarse bien a las necesidades financieras de una concesión en fase de “rodaje”, pero como inconveniente tienden a aumentar los gastos financieros (por el mayor pago de intereses acumulados), y pueden llegar a crear una situación

de estrés financiero en el momento en el que el fondo se enfrente a la primera fecha de pagos de principal. Exactamente este peligro se ejemplifica con el estudio de la emisión Welcome Break Finance en el Reino Unido (Apéndice B).

Otra técnica conocida es el *“lock-up”* o periodo de espera, que consiste en que las cantidades recibidas se depositan durante un periodo de tiempo en una cuenta bancaria, y en la fecha que determine el final del periodo de *“lock-up”* la cantidad acumulada en dicha cuenta se utilizará para la amortización de los bonos. En Europa, países como Italia establecen este tipo de requisitos en sus mercados de renta fija.

### **6.10. LA MODELIZACIÓN FINANCIERA**

La modelización financiera del proyecto tiene como objetivo replicar los flujos generados durante la explotación del mismo, tratando principalmente de comprobar la capacidad de repago de la deuda emitida. Es la principal herramienta analítica con la que se cuenta a la hora de tomar decisiones de inversión. Frente a las titulaciones convencionales realizadas en España, respaldadas por carteras granulares de préstamos bancarios concedidos a particulares o a PYMES, la titulación de los derechos de cobro generados por una infraestructura exige una familiarización suficiente con las técnicas de modelización empleadas en la financiación de proyectos, algo novedoso para el sector de la titulación en España. El análisis del riesgo crediticio de activos bancarios es muy diferente al análisis de riesgos de una infraestructura, como se ha desarrollado al comienzo de este Capítulo.

Este apartado tiene como objetivo fundamental analizar los ratios empleados en la modelización financiera, con el objeto de familiarizarse con los mismos, entender las consecuencias que tales ratios pueden tener sobre el control de la concesión de la infraestructura, y finalmente para evitar problemas observados en operaciones precedentes de otros mercados.

Tal como acaba de ser enunciado, la modelización trata de replicar cuáles serán los flujos monetarios generados por la concesión de la infraestructura, algo que es independiente a la estructura de la titulación en sí. La segunda componente de la modelización financiera consiste en determinar cómo se emplearán dichos flujos en satisfacer los compromisos de pago del fondo de titulación con los bonistas y el resto de contrapartidas, de acuerdo al orden

de prelación de pagos y todas las cláusulas que hayan sido contempladas en la escritura de constitución del fondo de titulación.

La naturaleza singular de una concesión de infraestructuras públicas conlleva una especialización en el análisis que es tratada a continuación.

Los flujos de caja generados por la explotación de una infraestructura dependerán de una serie de parámetros que pueden ser clasificados en dos grandes grupos, según sean controlables por la concesionaria (endógenos) o no (exógenos). A su vez, estos dos grandes grupos pueden dividirse en distintos subgrupos, tal como se detalla a continuación:

Dentro de los factores endógenos, pueden citarse los siguientes (sin carácter exhaustivo):

- Costes de operación
- Gastos corporativos
- Mantenimiento de la infraestructura

Dentro de los factores exógenos, existirían a su vez dos subgrupos:

A. Factores exógenos-macroeconómicos:

- Inflación
- Producto interior bruto (como variable con impacto en la generación de tráfico)
- Impuestos

B. Factores exógenos-administrativos:

- Tarifas, cánones o peajes
- Periodo de concesión
- Factum principis (tratado en el Capítulo 7)

Cada una de las asunciones empleadas en la modelización de un proyecto debe interpretarse como una variable cuyos valores se moverán dentro de un intervalo probable. A su vez, el valor que tome una variable determinada dentro de dicho intervalo probable puede tener una fuerte correlación con el valor tomado por una segunda variable. Por ejemplo, los tipos de interés podrán tomar valores en un intervalo entre los mínimos históricos actuales y los máximos

históricos, pudiendo incluso superarse, pero es fácil comprender cómo no tendrá sentido modelizar tipos de interés superiores al 20%. En definitiva, el 100% de los escenarios posibles estarán conformados por tipos de interés inferiores al 20%. A su vez, y siguiendo con este ejemplo, no tiene mucho sentido económico considerar un incremento en los costes de la concesionaria del 20% para aquellos escenarios donde el tipo de interés asumido sea del 1%, dada la correlación existente entre tipos de interés, inflación y precios.

Esta filosofía de distintos escenarios probables para cada una de las asunciones en el análisis de los flujos del proyecto es la empleada en la denominada simulación de Monte Carlo. El resultado de una modelización con distintas variables correlacionadas en juego, y con valores probables, no puede ser un valor actualizado neto de la inversión único, sino una distribución de valores actualizados netos que podrá definir un valor actualizado neto esperado medio, y por el grado de volatilidad o desviación de los distintos escenarios con respecto a dicha media. A efectos de valorar dos proyectos con el mismo valor actualizado medio, el inversor más conservador preferirá optar por aquel proyecto donde menor sea la volatilidad con respecto a dicho escenario medio, aún renunciando a proyectos donde existan mayores retornos bajo ciertos escenarios.

Esta técnica, nacida en el campo de la física nuclear (Metropolis, 1987), ha sido desarrollada y perfeccionada en paralelo al desarrollo de las herramientas computacionales, hasta llegar a su aplicación al mundo financiero (Hertz, 1964).

Desde entonces, este tipo de simulaciones han dado lugar a una abundante tarea investigadora, como la referente a la modalidad multiperiodo (Hurley, 1998), que analiza las posibilidades de inversión desde una perspectiva continua.

Otros autores como Balcombe y Smith (1999) abogan por el empleo de simulaciones Monte Carlo tan precisas como sea posible, pero sin caer en una excesiva complejidad que reduzca su practicidad. Su investigación recomienda el empleo de tendencias, ciclos económicos y correlaciones.

Hasta el momento, se ha presentado el enfoque probabilístico de los flujos del proyecto. En un paso más allá, las teorías investigadoras recientes defienden que la complejidad de algunos de

los proyectos de infraestructuras actuales hace que en ocasiones no sea adecuado asignar una probabilidad exacta a cada situación de riesgo, siendo necesario incorporar al análisis la incertidumbre. Chorafas (1994) realiza una interesante recopilación de las principales líneas de investigación centradas en cuestiones como la complejidad de las variables independientes, la teoría del caos y la incertidumbre.

Una de las más exitosas líneas de investigación es la denominada teoría de la lógica difusa, que sustituye la distribución de probabilidades por una distribución de posibilidades. Esta línea investigadora pronto se desarrolló en el campo de las finanzas, llegando a un alto grado de perfeccionamiento, como presenta Bojadziev y Bojadziev(2007).

Aplicando esta lógica a la modelización de proyectos de infraestructuras, resultaría que las estimaciones de flujos de caja son aún más costosas, en tanto requieren mayores flujos de información: las variables modelizadas en relación a la explotación de la infraestructura no sólo tendrán unos valores esperados, sino que tendrán asociado un grado determinado de incertidumbre (variables difusas o “fuzzy” en la terminología inglesa), y una correlación a determinar entre los ingresos generados por la infraestructura y los gastos que acarrea su explotación.

Existen interesantes desarrollos sobre la modelización financiera aplicada a la explotación de infraestructuras. Tal es el caso de la Tesis Doctoral de C. Bonnelly “Modelo de financiación de la red transeuropea de transporte mediante la ingeniería financiera” (Bonnelly,1996).

De enorme importancia es el trabajo académico pionero de Sardá (2005), que propone un programa algorítmico cuya resolución pretende orientar al concesionario en la decisión sobre la cartera óptima de cobros futuros a titular, que la autora vincula no sólo a las necesidades del cedente desde el punto de vista de su estructura financiera, sino también al riesgo asociado a los títulos y la constitución del fondo de titularización, cuya estructura repercute también en la decisión sobre el montante a titular. La autora utiliza la lógica difusa anteriormente descrita (tanto en programación como en variables) para permitir al decisor (la empresa concesionaria) una fácil interpretación de la metodología que debe seguirse en su resolución del proceso de toma de decisiones.

## 6.11. RATIOS FINANCIEROS

Los ratios financieros no son en absoluto específicos para esta técnica financiera de la titulización, sino que son ampliamente empleados para todo tipo de emisiones de deuda en los mercados de capital para proyectos de cualquier sector, y lo que es más importante para el mercado español, son igualmente empleados en estructuras de financiación a través de préstamos bancarios.

La modelización financiera de los flujos de caja de la infraestructura permite obtener un amplio número de ratios financieros empleados en el diseño y en la toma de decisiones de inversión por los mercados (Zhang, 2005 y Mohamed e Islam, 2007). Por su importancia dentro de la estructuración de un fondo de titulización de los derechos de crédito generados por una infraestructura, deben destacarse dos de estos ratios, que serán tratados en detalle a continuación: el Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda y el Ratio de Cobertura sobre la Vida de la Deuda.

### 6.11.1 Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda

Aún cuando en términos globales una concesión pueda resultar sostenible desde el punto de vista financiero considerando el conjunto de la vida de dicha concesión, uno de los principales análisis financieros que deberán tenerse en cuenta es la fortaleza de la estructura planeada para afrontar el pago de la deuda durante cada año hasta el vencimiento de la emisión (en el caso de fechas de pago anuales). Es necesario un análisis de cada uno de los periodos de tiempo donde la empresa concesionaria tenga que afrontar los compromisos de pago contraídos con los financiadores, en este caso particular con los bonistas de un fondo de titulización.

Con este objetivo, históricamente se ha empleado ampliamente un ratio conocido como Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSD), o "*Debt Service Coverage Ratio*" (DSCR) en la terminología inglesa. Dicho ratio permite conocer la capacidad de la concesión para cumplir con los compromisos de la deuda en cada fecha de pago.

La fórmula más general extendida en el cálculo de este ratio dentro de las estructuras más convencionales en la financiación de proyectos puede definirse como:

$$RCSD_i = \frac{BDI_i + AM_i}{PP_i + PI_i}$$

Donde

RCSD<sub>i</sub> : Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda en el año i

BDI<sub>i</sub> : Beneficio después de Impuestos obtenido por la empresa concesionaria en el año i

AM<sub>i</sub> : Amortización contable realizada por la empresa concesionaria en dicho ejercicio<sup>29</sup>

PP<sub>i</sub> : Principal de la deuda a pagar en el año i

PI<sub>i</sub> : Intereses de la deuda a pagar en el año i

Existe un ratio similar al RCSD denominado Ratio de Cobertura de Intereses o RCI, que evalúa la fortaleza del beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos para hacer frente exclusivamente al pago de intereses de la deuda (sin tener en cuenta la amortización del principal, como sí considera el denominador del RCSD).

Con mayor precisión, el valor que adquiere este ratio para cada ejercicio anual debería ser referido como Ratio Anual de Cobertura del Servicio de la Deuda o RACSD, siendo el Ratio de Cobertura de la Deuda la media de la serie de valores anuales del RACSD. Tanto la media como el mínimo valor de la serie de RACSD son empleados con distintas implicaciones en el diseño de estas estructuras. La importancia del valor mínimo del RACSD es comprensible, pues a pesar de que la emisión de deuda pueda presentar unas buenas perspectivas de repago a fecha de vencimiento de los títulos, es igualmente cierto que la existencia de un año concreto donde los beneficios generados no sean suficientes para afrontar los pagos a los bonistas puede conllevar la amortización anticipada o incluso el “*default*” de la emisión.

Tal como ha sido precisado, esta fórmula del RCSD tiene un carácter genérico dentro de las estructuras más convencionales y clásicas de la financiación de proyectos. No obstante, el desarrollo de las técnicas financieras hace también necesario incorporar distintos tipos de ajuste a esta fórmula genérica.

---

<sup>29</sup> Debe tenerse en cuenta que el Beneficio Después de Impuestos (BDI) ya ha sustraído contablemente la amortización de activos durante el periodo.



En primer lugar, Moody's (2006) considera que el numerador del ratio debe coincidir con el concepto del flujo de caja de operaciones (que suma al beneficio la variación en el fondo de maniobra del proyecto<sup>30</sup>) menos las inversiones realizadas en activos fijos ("capex" en la terminología inglesa).

Por su parte, la agencia de calificación Standard&Poor's (2008) también realiza recomendaciones sobre el cálculo del RACSD. En concreto, alerta sobre el limitado poder analítico de este ratio en el caso de que la estructura contemple algún tipo de mecanismo artificial de protección contra los tipos de interés en la forma de contratos de cobertura de tipos de interés o "swaps", cuya utilización se está expandiendo en el ámbito de la financiación de proyectos, y que suelen traducirse en el devengo de intereses de la deuda a unos tipos sensiblemente inferiores a los de mercado durante los años iniciales de la operación, los más vulnerables.

Esta precisión es altamente acertada, pues este tipo de instrumentos no dejan de suponer una mejora de crédito artificial. Una vez finalizado el periodo de cobertura frente a los tipos de interés proporcionado por el "swap", la empresa concesionaria debería afrontar un considerable aumento en las cantidades a satisfacer a los bonistas en concepto de pago de intereses, lo que podría provocar un incumplimiento repentino de las obligaciones de pago del fondo de titulización. Adicionalmente, existe un claro riesgo de contrapartida en relación a la calificación crediticia de la entidad que aporta este tipo de instrumentos de mejora artificial de crédito, pues en el caso de "default" de la misma, impediría que el fondo de titulización siguiera disfrutando de la cobertura ofrecida.

Otra serie de ajustes deben ser tenidos en cuenta a la hora de considerar el denominador de la fórmula señalada:

- En el caso de que el fondo de titulización emita distintos tramos de deuda, será necesario considerar la prelación de pagos de dichos tramos a la hora de computar la deuda total que debe aparecer en el numerador para cada tramo concreto (que será toda la que se repague con preferencia al tramo considerado). Igualmente debe

---

<sup>30</sup> El fondo de maniobra ("working capital" en la terminología inglesa) se define contablemente como la diferencia entre el activo circulante y el pasivo exigible a corto plazo.

tenerse en cuenta que pueden existir otras deudas procedentes de otras fuentes de financiación (por ejemplo, a través de préstamos bancarios) que pueden repagarse con prioridad al bono considerado. Estas otras deudas ajenas al fondo de titulización también deberán aparecer en el denominador si efectivamente son preferentes.

- La paulatina complejidad de las estructuras, como supone por ejemplo la introducción de los “*swaps*” anteriormente mencionados, hace necesario que se incluyan en el denominador todas aquellas partidas que tengan el mismo efecto de la propia deuda, es decir, los pagos a realizar a la contrapartida del “*swap*” (la entidad financiera que otorga la cobertura) y todo tipo de comisiones y pagos asociados a la deuda, aunque no sean los bonistas los perceptores de los mismos.

La “contabilidad creativa” o posibilidad de manipulación, intencionada o no, de los ratios financieros puede afectar no sólo al RCSD, sino igualmente a cualquier otro de los ratios empleados en la financiación de proyectos. Es necesario identificar aquellos aspectos relacionados con los flujos de caja del proyecto que puedan distorsionar el propio significado de estos ratios (Mulford y Comiskey, 2005). Otras consideraciones discutibles son las referentes al tratamiento en el ratio de las reservas y otras cantidades depositadas en cuentas bancarias (Yescombe, 2007).

En todo caso, queda demostrada la progresiva complejidad en el cálculo del RCSD, por lo que se hace necesario que cada fondo de titulización defina claramente en su documentación cuáles son las reglas detalladas que regirán el cálculo de dicho ratio, algo por otra parte extensible a cualquier otro parámetro financiero empleado.

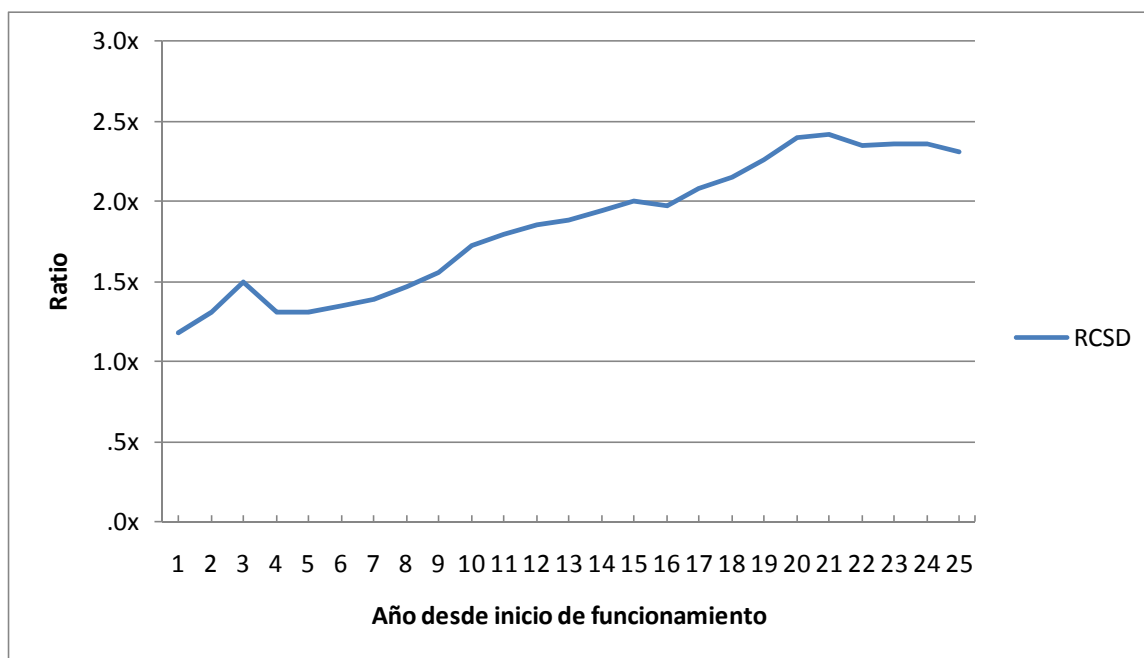
A continuación se detallan algunas referencias y recomendaciones genéricas sobre el RCSD:

- Los proyectos de infraestructuras de transporte terrestre requieren mayores RCSD al tener que afrontar riesgo de demanda, frente a otros proyectos que no afronten este tipo de riesgo como ha sido señalado con anterioridad (Lyonnet du Moutier, 2006).
- Moody’s (2006) considera dentro de su metodología aplicable a autopistas de peaje que el RCSD en línea con el grado de inversión en la puntuación asignada a dicho subapartado debe situarse al menos en el entorno de 1,8x a 3,0x.

- La fortaleza financiera de un proyecto se considera como “moderadamente efectiva” para un RACSD mínimo de 1,5x y un RACSD medio entre 2,0x y 3,0x (Rigby, 2005).
- El Banco Mundial aconseja estructuras financieras con un RACSD superior a 1,30 en proyectos portuarios con participación privada (PPIA, 2003).
- Para el caso concreto de la única experiencia de financiación en España de una autopista a través de la emisión de bonos, la Autovía de los Viñedos, el plan financiero (tal como refleja el correspondiente folleto) indicaba un RCSD mínimo de 1,25x y un RCSD medio de 1,35x en un escenario estresado.

En referencia al último punto, es posible calcular la evolución del RCSD según lo proyectado inicialmente en el plan financiero de la Autovía de los Viñedos, tal como muestra la Figura 6.9.

**Figura 6.9: Evolución del RCSD para el caso base proyectado en la Autovía de los Viñedos**



*Fuente: Elaboración propia a través de las tablas del Plan Económico incorporadas al*

*Folleto Informativo de la Autovía de los Viñedos*

A la luz de la Figura 6.9 puede observarse cómo la práctica habitual en las emisiones de deuda de autopistas consiste en afrontar unos RCSD modestos durante los primeros años de vida de

la concesión, para posteriormente aumentar progresivamente la carga de la deuda soportada por el emisor, una vez que se estime la suficiente consolidación en los tráficos del corredor.

Es imprescindible realizar una última aclaración sobre este ratio, contextualizando su importancia dentro del análisis de riesgos del proyecto. El RCSD no determina por sí solo la calificación crediticia de los bonos emitidos, ni puede analizarse de una forma aislada. Constituye únicamente uno de los muchos factores ponderados por cualquier agencia de calificación a la hora de evaluar el riesgo de crédito de la emisión. La lógica de este hecho radica en que el riesgo asociado a dos proyectos con el mismo RCSD puede ser muy distinto si se analiza el contexto de cada una de las dos operaciones (sector, marco regulatorio, trascendencia del proyecto, riesgo país etcétera).

La volatilidad e incertidumbre asociada al riesgo de demanda en las infraestructuras, tal y como ha sido puesto de manifiesto, obliga a emplear el RCSD dentro del contexto del análisis de sensibilidad de dicho ratio a distintos escenarios de tráfico posibles, más allá del cálculo limitado a un escenario único. Otro de los ejercicios recomendables sería el cálculo del crecimiento mínimo del tráfico en la infraestructura que permitiera llegar a un RCSD de 1,0x, es decir, el umbral mínimo de crecimiento de los tráficos que permitiese el repago de la deuda.

La actual crisis financiera afecta, como ya ha sido tratado con anterioridad, al grado de aceptación de riesgo por parte de las entidades financieras. Esta mayor aversión al riesgo se refleja igualmente en los RCSD actuales. En el subsector energético, la media de los RCSD mínimos observados ha ascendido desde 1,20x a 1,25x según la encuesta de Ashurst y Consilium (2009). Uno de los principales proyectos de infraestructuras actuales a nivel mundial financiado mediante deuda, el Shuweihat 2 (proyecto energético y de abastecimiento de aguas), ha exigido un RCSD de 1,227x.

### 6.11.2 Ratio de Cobertura sobre la Vida de la Deuda

El Ratio de Cobertura sobre la Vida de la Deuda (RCVD), más conocido por su término en inglés, “*Loan Life Coverage Ratio*”<sup>31</sup> o LLCR es un segundo indicador, de naturaleza más dinámica, que permite conocer la fortaleza de los flujos de caja generados por la infraestructura objeto de titulación. Con una frecuencia determinada, generalmente anual, se compara el valor actualizado neto de los ingresos futuros frente al importe de la deuda remanente en cada momento. Por tanto, es un valor del LLCR inferior a uno anticipa problemas en el repago de la deuda del proyecto.

$$RCVD_i = \frac{\sum_{j=i+1}^{j=F} \frac{FCL_{j+1}}{(1+R)^{j-i+1}}}{D_i}$$

Donde:

FCL<sub>i</sub>= Flujo de Caja Libre en el año i

R= Tipo de interés de la Deuda

D<sub>i</sub>= Volumen de Deuda en el año i

De nuevo es necesario detallar en la documentación del fondo de titulación el cálculo de este ratio financiero: ¿Cuál es por defecto la tasa de interés a la que deben actualizarse los flujos de caja del proyecto? Esta cuestión puede por tanto producir problemas de interpretación del ratio. La norma general es emplear una tasa de actualización de los flujos de caja igual al tipo de interés de la deuda.

Es extensible al RCVD el comentario realizado en el cálculo del RCSD sobre la necesidad de incluir en el numerador del ratio el importe total de los compromisos de pago de la empresa concesionaria, con independencia de que la deuda sea aquella emitida por el fondo de titulación u otros compromisos como préstamos bancarios. Este punto aumentaría los grados de libertad sobre qué tasa de interés ha de emplearse en la actualización de los flujos de caja para el cálculo del RCVD.

<sup>31</sup> Obsérvese cómo la terminología inglesa emplea “*Loan*”, es decir “préstamo”, lo que predetermina el tipo de deuda empleado, con lo cual el término no es lo suficientemente preciso.

Para el caso concreto de la Autovía de los Viñedos, el plan financiero (según refleja el correspondiente folleto de la emisión) indicaba un RCVD de 1.90x.

El mínimo RCVD inicial empleado en las proyecciones de casos bases en proyectos convencionales es típicamente un 10% superior al valor mínimo del RACSD (Yescombe, 2007).

El RCVD puede ser recalculado a lo largo de la vida del proyecto, comparando el valor actualizado neto esperado en cada momento, frente al remanente real de deuda, al objeto de establecer los mecanismos de control al servicio del bonista, que serán tratados en el siguiente apartado.

En el subsector energético, la media de los RCVD mínimos observados ha ascendido desde 1,23x a 1,28x según la encuesta de Ashurst y Consilium (2009).

El ya comentado Shuweiht 2 (ver punto anterior) ha exigido un RCVD de 1,28x.

### **6.11.3 Implicaciones cualitativas de los ratios financieros en el control de la concesión: los “*covenants*”**

Adicionalmente a las consideraciones cuantitativas sobre los anteriores ratios financieros, con el peso que comportan en la toma de decisiones y en la estructuración de los planes financieros, resulta especialmente importante analizar los aspectos cualitativos relacionados con estos ratios, esto es, las consecuencias que pueden tener sobre el control de la concesión titulizada. Un fondo de titulización de una infraestructura puede disponer medidas coercitivas basadas en niveles concretos de los ratios financieros de la concesión. Estas medidas coercitivas conllevan distintos grados de toma de control en la concesión por parte de los bonistas, de forma que constituyen un mecanismo de protección para los intereses de éstos, así como un incentivo a la empresa concesionaria para no perder el control de la concesión. Las implicaciones respecto a la pérdida de control sobre el proyecto ya fueron mencionadas en el Capítulo 5. Con carácter general, las cláusulas de obligado cumplimiento acordadas por la parte deudora y la acreedora para un proyecto concreto reciben en inglés la denominación de “*covenants*”.

Muchos de estos “*covenants*” tienen importantes implicaciones en el control del negocio, en este caso concreto una concesión de infraestructuras, y por tanto requieren una definición

perfectamente nítida, que no puede dar lugar a ningún juicio interpretativo. De lo contrario, tal como describe la teoría financiera de agencia (Smith y Warner, 2005) se generará un coste de control en la relación entre el principal (bonistas del fondo de titulización) y el agente (el concesionario de la infraestructura). La misma opinión es refrendada por Hoffman (2008), que sostiene cómo estos “*covenants*” no siempre son lo suficientemente claros y pueden dar lugar a problemas de interpretación entre las partes.

Con independencia de la necesidad de precisar la definición de estos “*covenants*”, tampoco faltan referencias investigadoras respecto a cómo el diseño de cláusulas restrictivas basadas en ratios financieros demasiado rígidos ha supuesto la liquidación de proyectos que podían haber encontrado vías alternativas de continuidad (Berlin y Loeys, 1988).

Por regla general, las cláusulas restrictivas establecidas para proyectos son menos rígidas que las existentes en bonos corporativos (Vinter, 2006).

El deterioro en la solvencia financiera de una infraestructura queda reflejado en un empeoramiento en sus ratios financieros. Así, los ratios pueden funcionar como un sistema proactivo de alarmas sobre el comportamiento del fondo de titulización, y en consecuencia el fondo puede incluir en su documentación consecuencias sobre el control y la gestión de la infraestructura. Este tipo de alertas permitirían actuar en una etapa temprana, sin esperar a que un empeoramiento prolongado suponga la insolvencia del vehículo financiero.

Es discutible que un empeoramiento de los ratios del proyecto sea atribuible a la gestión del propio concesionario. Este tipo de ratios cobran mayor sentido como elementos de control de la gestión en el caso de proyectos donde el operador no afronta un riesgo de demanda, como es el caso de buena parte de los proyectos del sector energético, con contratos de suministro que eliminan este riesgo. En el caso de las infraestructuras de transporte, siempre resultará difícil determinar si un empeoramiento en la solvencia del proyecto está provocado por una gestión manifiestamente mejorable de la empresa concesionaria de la infraestructura o si se trata de un condicionante exógeno que reduce la demanda de uso de la infraestructura.

La técnica habitual es la aplicación de un mecanismo o *trigger* que impide el reparto de dividendos a los accionistas del proyecto en el caso de que el RACSD fuese inferior a un valor

preestablecido. El reparto de dividendos a los accionistas quedaría por tanto congelado mientras el RACSD no superase dicho umbral. Éste es el caso de la emisión de bonos de la Autovía de los Viñedos, donde un RACSD inferior a 1,05 impediría el reparto de dividendos entre accionistas, y un RACSD inferior al 1,075 conllevaría la hipoteca de la concesión.

En el caso de que el fondo de titulización contemple alguna cláusula de este tipo sobre la congelación en el reparto de dividendos entre accionistas, la documentación debe establecer con claridad cómo establecer dicho trigger basado en el valor del RACSD en el ejercicio actual o bien en medias del RACSD. Para el caso de proyectos donde no existe riesgo de demanda, puede tener más sentido económico emplear los ratios financieros pasados de la operación, en vez de basarse en las estimaciones futuras de estos ratios. En el caso de proyectos con riesgo de demanda, el caso más común que nos ocupa, puede tener sentido un enfoque “*forward looking*” al emplear la media de los valores futuros esperados para el RACSD (Yescombe 2007).

Dado el escaso peso de los mercados de capital en la financiación de las empresas españolas, no es referenciable ningún estudio sobre el efecto de las cláusulas restrictivas en las emisiones de bonos en nuestro país. En la literatura científica iberoamericana, sí es posible encontrar referencias en el caso chileno (Araya et al., 2002), dado el desarrollo del mercado de bonos en este país. No obstante, se centran en la realidad de emisiones de deuda corporativa, no tratando el caso concreto de la financiación de proyectos de infraestructuras con recurso a los mercados de capital, a pesar del amplio desarrollo de este tipo de operaciones en Chile.

## **6.12. AGENTE FINANCIERO**

La titulización de los derechos de créditos de un concesionario debe contar con la figura de un agente financiero, que deberá centralizar desde un punto de vista operativo la gestión de todos los flujos monetarios generados a lo largo de la vida del fondo. Esta gestión se remunera mediante una comisión que en términos generales aparece en los primeros lugares del orden de prelación de pagos del fondo de titulización. Una de las principales funciones de dicho agente financiero sería la de depositario de todas las cuentas asociadas tanto al concesionario como al fondo de titulización.



Por parte del concesionario, el depósito de todas sus cuentas en el agente financiero permite un mayor control y fiscalización de los flujos de caja realizados por él o por terceras partes (como por ejemplo la Administración).

Por parte del fondo de titulización, la cuenta de tesorería a su propio nombre, desde donde se redirigirían los flujos monetarios una vez deducidos los costes operativos, también debería estar depositada en el agente financiero.

Esta serie de precisiones no son de carácter legal obligatorio, pero en todo caso persiguen facilitar la gestión de los flujos monetarios y una vez más minimizar el riesgo de *commingling* asociado al dinero que correspondería al fondo de titulización.

Existiría a su vez otra función básica que el agente financiero debe desempeñar para el fondo, como es la ejecución de las órdenes de pago recibidas de la sociedad gestora del fondo de titulización, en cada una de las fechas de pago.

También con carácter general, las agencias de calificación crediticia exigen una mínima calificación para este agente financiero, de tal forma que en el caso de perder dicha calificación exigida el agente de pago, la documentación debe contemplar las alternativas a seguir, como por ejemplo la sustitución del agente de pago inicial por una nueva entidad que sí reúna las calificaciones crediticias requeridas.

### **6.13. ESTRUCTURAS ESPECÍFICAS DE LA TITULIZACIÓN CORPORATIVA**

Conforme se han ido incorporando proyectos con mayor grado de volatilidad en la generación de ingresos, las finanzas estructuradas han desarrollado técnicas que permiten un cada vez mayor acoplamiento de este tipo de proyectos a los mercados de capital.

Una de estas técnicas es la denominada deuda a medida<sup>32</sup> o *"tailored debt"*, que aporta flexibilidad al repago de la deuda. Así, si debido a la volatilidad de los ingresos generados por el proyecto sucediera que en una fecha de pago determinada el vehículo no es capaz de afrontar el pago del servicio de la deuda, este tipo de estructuras permiten diferir dicho pago hasta un periodo de tiempo concreto, previamente definido en la documentación de la emisión,

---

<sup>32</sup> La agencia de calificación Fitch publicó el enfoque metodológico aplicable a este tipo de estructuras en su informe especial "Tailored Debt Structures: a Better Fit for Uncertain Cash" en 2006.

siempre que se produzcan una serie de acontecimientos reflejados contractualmente y nunca a discreción del deudor. Se trata por tanto de una figura similar a los periodos de carencia de los que disponen los deudores de préstamos bancarios, en los que únicamente debería satisfacerse el pago de intereses de la deuda, o directamente aplaza tanto el pago de intereses como del principal. Finalizado el periodo de tiempo permitido en la operación, y una vez que sí existan fondos suficientes, se procedería al repago del principal no amortizado en las fechas anteriores, así como los posibles intereses de demora que se hubieran considerado de antemano.

Esta flexibilidad en el pago de la deuda es intrínseca a la financiación de proyectos, más allá de permitir posponer los pagos de la deuda, pues el diseño del calendario del repago ya ha tenido previamente en cuenta la previsión de generación de ingresos por el proyecto.

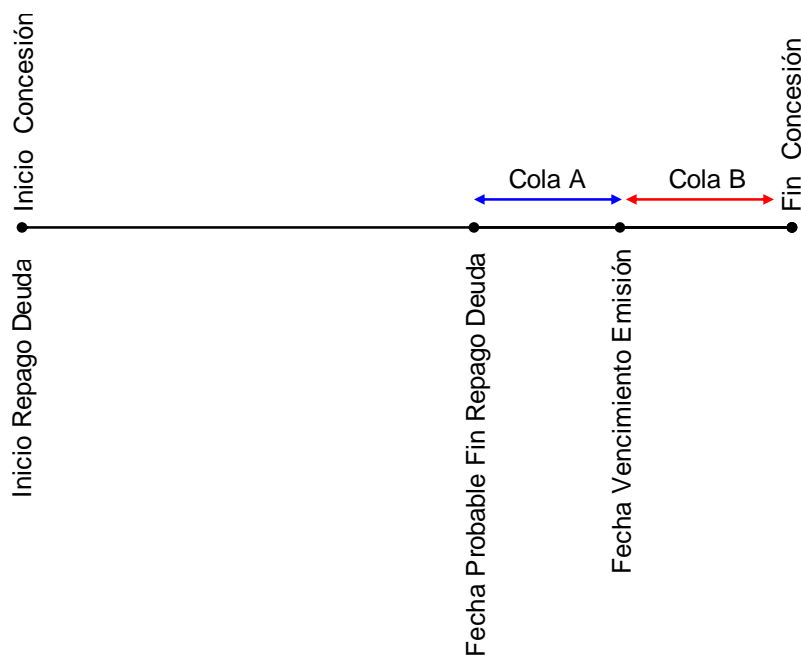
Este tipo de estructuras que permiten la posposición en el tiempo del pago de la deuda pueden resultar peligrosas para la operación, en tanto en vez de solucionar el problema de fondo del proyecto apenas retrasan el impago del bono en el tiempo.

Mayor interés puede presentar el estudio de las denominadas “colas” del proyecto. Para entender la importancia de dichas colas deben tenerse en cuenta tres referencias temporales básicas:

- Momento en el que se prevé el repago total de la deuda de acuerdo a las estimaciones realizadas
- Vencimiento legal de la emisión
- Vencimiento del contrato de concesión de la infraestructura

Estas tres referencias permiten un interesante juego a la hora de diseñar la titulación de una infraestructura según la Figura 6.10.

**Figura 6.10: Esquema temporal de solapamiento de los plazos concesionales y de emisión de deuda**



*Fuente: elaboración propia*

Suponiendo que el inicio de la concesión coincida con la constitución del fondo de titulización, a la empresa concesionaria le corresponderá indefectiblemente la totalidad de los ingresos generados por la infraestructura explotada una vez acaecida la fecha de vencimiento final de los bonos emitidos por el fondo de titulización de activos. Una vez llegada dicha fecha de vencimiento, si la infraestructura no hubiera generado suficientes fondos, se produciría el “default” de los bonos impagados en ese determinado momento. Como consecuencia de ello, a la sociedad concesionaria siempre le corresponderá la totalidad de los ingresos generados por la concesión durante el periodo denominado “Cola B” en el esquema.

Pero lo realmente interesante es el diseño de la determinada “Cola A”. Si a la luz de las expectativas de la propia empresa concesionaria el repago de la deuda fuera a producirse con antelación a la fecha de vencimiento de la emisión, se produciría el efecto de que si bien teóricamente los ingresos producidos durante el periodo “Cola A” corresponden teóricamente a los bonistas del fondo de titulización, en la práctica terminarán perteneciendo a la propia empresa concesionaria, pues ésta prevé la total amortización de la deuda con anterioridad a la fecha de vencimiento de los bonos. Con tal fin, el aportar a los bonistas un periodo de cola

equivalente al representado por la “Cola A” en el esquema es una opción totalmente gratuita desde el punto de vista de las expectativas de la empresa concesionaria, pero a la vez permitirá mejorar las calificaciones crediticias de la emisión, pues el potencial inversor así como la agencia de calificación considerarán que la deuda está respaldada por unos ingresos superiores al contar con un periodo más prolongado de cesión al fondo. El prolongar el periodo de cesión de ingresos al fondo de titulización más allá del calendario previsto de amortización de la deuda tendrá un impacto muy positivo en el perfil de riesgo de la emisión sin que conlleve una merma en los beneficios de la concesionaria, en tanto ésta tenga una sólida expectativa sobre la verosimilitud del calendario de repago.

# CAPÍTULO 7: ANÁLISIS LEGAL DE LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS

---

## 7.1. INTRODUCCIÓN

La titulización de activos es una de las técnicas financieras que mayor complejidad jurídica comporta. Las causas de esta complejidad son muy variadas:

- Multiplicidad de partes involucradas en la operación
- Multiplicidad de inversores adquirentes de los bonos emitidos en cada transacción
- Necesidad de prever una elevada casuística de sucesos durante la vida de cada operación
- Necesidad de aportar seguridad a los inversores sobre los bonos que adquieren
- Necesidad de afianzar legalmente la separación de los activos cedidos en caso de insolvencia de la entidad cedente
- Necesidad de mitigar aquellos riesgos de carácter legal señalados por las agencias de calificación intervinientes
- Regulación por parte de los supervisores de los mercados financieros
- Entorno muy dinámico y por tanto expuesto a cambios a una enorme velocidad

Todos estos motivos hacen preciso un detallado análisis legal de toda operación. Si a toda esta complejidad legal se añade el componente novedoso que la titulización de infraestructuras tiene en nuestro país, se puede comprender mejor el elevado número de cuestiones legales que suscita la técnica objeto de esta Tesis Doctoral. A la luz de esta consideración, se hace necesario tratar en profundidad los aspectos legales a los que se enfrenta la titulización de infraestructuras en España, motivo por el cual en el presente Capítulo se tratan en detalle los marcos legales de la titulización y de la financiación de infraestructuras. Debido a la trascendencia de una cuestión legal que aparecerá a lo largo de este Capítulo (y que igualmente ya surgió al tratar la titulización corporativa en Reino Unido), como es la implicación de la insolvencia de la empresa concesionaria para un fondo de titulización de derechos

cedidos por la misma, el Capítulo 8 también será una extensión del análisis legal de esta Tesis, centrado en la cuestión específica de la insolvencia del cedente.

Los objetivos de este Capítulo serán por tanto los siguientes:

- Análisis comparativo de los derechos del bonista en el marco legal español y británico.
- Determinación de la interconexión existente entre la normativa aplicable a la titulización y a los contratos de concesión de obra pública.
- Revisión crítica del marco legal de la titulización de derechos de crédito futuros en España.
- Identificación de los ajustes necesarios para amoldar las estructuras actuales al tipo de titulización propuesta.

Debe señalarse que el desarrollo de esta Tesis Doctoral coincide en el tiempo con importantes cambios regulatorios en el marco concesional que, en la medida de lo posible, han sido considerados en este análisis legal, especialmente en lo referente a los textos de dos Proyectos de Ley, el Proyecto de Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas (PLCF) y el Proyecto de Ley de Economía Sostenible (PLES). Sobre el primero de éstos se centrarán buena parte de las propuestas de mejora aportadas por esta Tesis Doctoral.

España cuenta con un marco legal específico para la titulización de activos que ha contribuido a convertir a nuestro país en uno de los principales mercados de la titulización en Europa. Los dos elementos que determinan el desarrollo de un mercado de la titulización son la existencia de un marco legal firme, así como la existencia de activos que atraigan al inversor. En una situación no tan teórica en la que una jurisdicción contara con esos atractivos activos, pero careciese de un marco legal sólido, sería probable que se llevasen a cabo titulizaciones de activos nacionales emitidas a través de vehículos registrados en terceros países (*“offshore”*). Sería por tanto posible en ese caso la emisión puntual de operaciones de titulización, pero no el desarrollo de un mercado nacional de la titulización.

Es por tanto necesario comprender la importancia del marco legal para el desarrollo de un mercado financiero sofisticado. Según Walker (1998):

*“Una economía de mercado requiere estabilidad y confianza para operar con efectividad y eficiencia. La confianza necesaria para dar soporte al sistema financiero de una economía de mercado requiere un bien diseñado marco legal y regulatorio...La complejidad y dinamismo de una economía de mercado, sin embargo, requiere de leyes, reglas y normas basadas en la transparencia y la apertura, que incentiven y faciliten el intercambio económico y que al mismo tiempo tengan en cuenta el hecho de que al ser los participantes del mercado humanos y por tanto imperfectos, se requiere cierto grado de intervención del gobierno en el libre mercado”*

La complejidad de las estructuras de titulización conlleva la necesidad de conseguir, en la medida de lo posible, un marco legal suficientemente sólido para satisfacer los objetivos de la titulización. Así se pone de manifiesto en Khotari (2006):

*“Habiendo señalado las numerosas dificultades implícitas a un novedoso concepto como es la titulización, es importante profundizar en lo que deberían ser los contenidos de un marco legal ideal para las titulizaciones. Varios países han incorporado reglas específicas para las operaciones de titulización”*

Este autor señala los esfuerzos en esa dirección realizados por la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (UNCITRAL), a través de la Convención de las Naciones Unidas sobre la cesión de créditos en el comercio internacional, de 2004.

Es igualmente interesante resaltar las recomendaciones realizadas por el European Securitization Forum (ESF), una de las fuentes empleadas a lo largo de este Capítulo para comprender los problemas legales a los que se enfrenta la titulización en España. En European Securitization Forum (1999) se subrayan los siguientes elementos básicos del mercado de la titulización:

*“Mecanismos legales, regulatorios e impositivos que permitan a los originadores de activos vender o transferir una amplia gama de activos a vehículos de titulización. Ejemplos de estos mecanismos incluirían un marco legal básico que gobernase la creación, transferencia y perfeccionamiento de la propiedad y derechos sobre el colateral, la ausencia de restricciones materiales en los términos de los activos financieros que puedan ser titulizados, la ausencia de requisitos onerosos sobre la necesidad de consentimiento o notificación del deudor para la*

*cesión, o la ausencia de impuestos o cargas sobre la transferencia de activos a un vehículo de titulización”*

Desde el punto de vista del Derecho Comparado, el marco legal español, en tanto perteneciente al ámbito del derecho continental o civil (basado en las estipulaciones de los códigos legales), presenta una desventaja comparativa frente al derecho anglosajón o “*Common Law*”, debido a la mayor flexibilidad que éste segundo permite ante la aparición de circunstancias imprevistas en una operación (Coffee, 2000).

Desde la faceta investigadora en nuestro país, Sardá (2005) defiende que la titulización también se ve favorecida si existe un marco legal desarrollado que fomente la estandarización de las emisiones de titulización.

Desde la perspectiva específica de las concesiones en España también es unánime la importancia otorgada a la existencia de un marco legal sólido que aporte la seguridad exigida a la financiación de proyectos. Así, a la hora de analizar un proyecto es preciso un análisis de la seguridad jurídica del marco legal en el que se desarrolla el proyecto (Osuna, 2002). Ésta sería la desventaja competitiva de países emergentes donde no exista un marco institucional y legal sólido que permita que las inversiones a largo plazo estén protegidas adecuadamente.

Es igualmente cierto que la existencia de un marco legal sólido para la titulización es necesario pero no suficiente para su desarrollo. Aún cuando las estructuras legales e institucionales son claves para el desarrollo financiero y la estabilidad, es necesario a la vez contar con instituciones efectivas para hacer evolucionar la titulización con el mayor desarrollo financiero y estabilidad posible (Arner, 2002).

A todas las opiniones reflejadas por los autores mencionados habría que sumar el argumento fáctico de la complejidad que conlleva el análisis legal de una operación de titulización. Cada emisión de titulización requiere la participación activa de un asesor legal, en el caso español de las principales firmas, con el objetivo de emitir una opinión legal que cubra los aspectos legales de la operación, requisito éste obligatorio en la mayoría de jurisdicciones para la obtención de calificación crediticia por parte de las agencias.



En este Capítulo se ha optado por el análisis conjunto, en paralelo y por orden cronológico, de los dos desarrollos legales en el ámbito de estudio de esta Tesis Doctoral, esto es, el desarrollo legal de la titulación en España junto al desarrollo legal del marco de la financiación de infraestructuras en nuestro país. La interconexión buscada entre ambos marcos resulta más explícita tratando ambos dentro de este mismo Capítulo.

## 7.2. LA TITULIZACIÓN EN EL MARCO CONCESIONAL

La concesión de obra pública es una figura jurídica muy asentada en nuestro Derecho, remontándose al S. XIX el inicio de su desarrollo normativo. Es necesario delimitar en este apartado los principios de tal figura, así como las bases que posibilitan la titulación de los derechos de cobro que generan este tipo de concesiones.

La importancia que la figura de la concesión administrativa guarda en el ordenamiento legal español queda reflejada en primer lugar en la mención expresa que la Constitución Española recoge en su artículo 149.1.18º, por el cual reserva al Estado la competencia exclusiva en la legislación básica sobre contratos y concesiones administrativas.

Como precedente inmediato, debe referirse la Ley 13/2003, de 23 de mayo, Reguladora del Contrato de Concesión de Obras Públicas (LCC) que recoge la intención del legislador de abrir las puertas a la titulación dentro del ámbito de la explotación de infraestructuras, tal como se apuntó por primera vez en la Ley 13/1996, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social. Tal como recoge la Exposición de Motivos de la LCC, la regulación es necesaria para que la institución de la concesión cumpla *“el nuevo papel que la sociedad reclama”*, que identifica como su contribución a la financiación y creación de infraestructuras y, consiguientemente, al más rápido crecimiento económico.

Debe tenerse en cuenta que esta LCC es a su vez una modificación del contenido de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas (LCAP), según el texto refundido aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2000, de 16 de junio. La LCAP queda derogada tras la entrada en vigor de la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público (LCSP) en mayo de 2008, que modifica el ordenamiento de la contratación pública, y con una implicación directa en el marco concesional, tal y como se incluye en su disposición final décima, en la que da el plazo de un año al Gobierno para someter al Congreso de los Diputados un Proyecto de Ley

por el que se regulen las modalidades de financiación y el recurso a los distintos mercados de los concesionarios de obras públicas, así como de los titulares de los contratos de colaboración entre el sector público y privado (cuyo contenido regula como novedad la LCSP). También establece la necesidad de regular el régimen de garantías aplicable a la financiación de estos proyectos. Como se verá a lo largo del presente Capítulo, el régimen de garantías es una de las principales preocupaciones del legislador con el fin de lograr esa implicación efectiva de la iniciativa privada en la financiación de infraestructuras. Con relación a las concesiones, la LCSP deroga la práctica totalidad del contenido de la LCC, manteniendo transitoriamente en vigor el Capítulo IV (artículos 253 al 260) sobre financiación privada de concesiones de obras públicas hasta la entrada en vigor de la nueva ley.

Finalmente, el Consejo de Ministros aprobó en octubre de 2009 la remisión a las Cortes Generales del Proyecto de Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas. En el momento de finalización de esta Tesis Doctoral, el texto se encontraba en fase de ampliación de enmiendas al articulado.

Igualmente, coincide en el tiempo con el Proyecto de Ley de Economía Sostenible (PLES), que modifica algunos aspectos concretos del contrato de concesión de obra pública, fundamentalmente en lo relativo a modificaciones del contrato.

Por lo tanto, el marco concesional queda actualmente regulado por la LCSP, mientras que los aspectos referentes a la financiación privada de las concesiones de obra pública quedarán recogidos por el texto de la futura Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas.

Comenzando por encuadrar la figura de la concesión dentro de las obras públicas, el ordenamiento jurídico español establece tres grandes vías para la construcción y financiación de obras públicas en España:

- Contrato administrativo de obras: financiación pública de la construcción de las obras.
- Contrato administrativo de obra bajo la modalidad de abono total del precio: financiación previa por el contratista de la construcción de las obras y pago aplazado por parte de la Administración.

- Financiación privada de la construcción de las obras, ligada a su posterior explotación, en concreto la LCC detallaba la siguiente descripción:

*“Construcción y explotación de la obra pública en régimen de concesión, confiriendo el protagonismo principal, bajo la tutela y control de la Administración, a la iniciativa y capital privados, opción ésta en la que queda incluida la variedad del contrato de concesión que incorpora la obligación adicional para el concesionario de construir una obra u obras diferenciadas de la que es objeto de concesión, pero vinculadas a ella”*

El modelo concesional español se asienta en cuatro principios básicos:

1. La obra pública como realidad tangible que admite la posibilidad de explotación económica

En relación a este primer principio, la necesidad de diferenciar claramente la obra pública (y las implicaciones ligadas a su ejecución) de la concesión ha sido y es proclamada tanto por las propias empresas concesionarias como por los juristas que han estudiado el modelo concesional. Así, la LCC fundamentaba esta misma diferenciación en el sentido de que *“la obra pública cobra su cabal significado para posibilitar el contrato cuando es susceptible de constituirse en soporte instrumental para la ejecución de actividades y servicios de interés público”*. La obra pública, siendo elemento fundamental, no puede confundirse jamás con el objeto del contrato de concesión, que no es la construcción de la obra pública, sino la prestación de un servicio público de naturaleza económica. Esta confusión entre obra pública y concesión, ampliamente extendida, era al menos mitigada por el tenor de la LCC, que contemplaba la concesión como el otorgamiento por parte de la Administración Pública de la *“construcción y explotación, o solamente la explotación”*. No parece resultar una mejora en este sentido la LCSP, que en su artículo 7 establece como objeto del contrato de concesión la realización por el concesionario de precisamente algunas de las prestaciones contempladas por un contrato de obras.

Por añadidura, el riesgo de construcción que conlleva la ejecución de obra pública es percibido de forma negativa por el mercado al ser previo a la explotación de la infraestructura, dificultando su financiación. En este sentido, la determinación del precio de las obras se hace

especialmente complicada en esquemas como el concesional, donde la Administración concedente no compromete el pago de las obras mediante un flujo independiente del resto de la remuneración a recibir por el concesionario.

También resulta llamativo cómo la mención específica a la naturaleza de servicio público asociada a las obras públicas que recogía la LCC en su artículo 220 ("*necesarias para la prestación de servicios públicos de naturaleza económica o para el desarrollo de actividades o servicios económicos de interés general*") desaparece en la LCSP, que en su artículo 6 define asépticamente la obra como destinada a "*cumplir por sí mismo una función económica o técnica, que tenga por objeto un bien inmueble*".

## 2. El riesgo del negocio es asumido por el concesionario

Este segundo principio es una condición insoslayable para que el contrato pueda adquirir naturaleza jurídica de concesión. El concesionario debe asumir una parte considerable del riesgo del negocio concesional, en "*proporción sustancial*" según la expresión empleada en la Exposición de Motivos de la LCC. No se trata de una asunción absoluta de cualquier nivel de riesgo, tal como sostendrá el tercer principio, sino que dichos riesgos deberán ser moderados por los mecanismos que se establezcan. En cualquier caso, la exigencia clara de que el concesionario soporte el riesgo del negocio concuerda con la doctrina europea, principalmente expresada en la Comunicación Interpretativa 2000/C121/02 publicada en el Diario Oficial de la Comunidad Europea de 29 de abril de 2000.

## 3. El riesgo del negocio debe ser moderado mediante el equilibrio económico de la concesión

Este tercer principio complementa al anterior, y pretende garantizar la justa retribución del esfuerzo y riesgo empresarial del concesionario, sin poner en peligro la carga soportada por el usuario de la obra pública. Se trata de un principio bidireccional, en el sentido de que pretende evitar rendimientos del concesionario que no alcancen unos determinados mínimos plausibles, pero igualmente evitará situaciones donde el rendimiento del concesionario sobrepase unos máximos excesivos. Este equilibrio económico está en todo caso tasado para causas muy específicas fijadas en la Ley.

#### 4. Necesidad de diversificar las fuentes de financiación

Una de las finalidades determinantes del desarrollo legal de esta figura es la necesidad de mantener el nivel de inversión en infraestructuras en España, pero sin olvidar a la vez la necesidad de contener el impacto de dicho esfuerzo inversor en las cuentas públicas, en un periodo significado por las directrices de estabilidad presupuestaria marcadas desde Europa, según lo descrito en el Capítulo 4. La LCC no señalaba explícitamente esta necesidad, sino que recurría al término mucho más indirecto pero cierto de “*diversificación de las fuentes de financiación*”. Realiza una mención específica al objeto de hacer más atractiva la actividad concesional para el capital privado, igualmente en su Exposición de Motivos:

*“Las características configuradoras de la institución concesional se completan con la diversificación de las fuentes de financiación, a fin de hacerla más atractiva para el capital privado, introduciendo un régimen regulador llamado a evitar la congelación de la inversión que se realice”*

Menéndez (2003) incide en la misma línea, al afirmar que permite dar entrada a la financiación privada de infraestructuras haciendo compatibles los objetivos europeos de equilibrio presupuestario con la necesidad de satisfacer en tiempo real las crecientes demandas de provisión de infraestructuras, pues de otra forma se lastraría el crecimiento económico del país.

Este cuarto pilar del modelo concesional es precisamente sobre el que más incide esta Tesis Doctoral, al pretender activar una vía alternativa de financiación privada de infraestructuras. Tal como ha sido apuntado con anterioridad, los aspectos relacionados con la financiación privada de las concesiones se encuentran de manera transitoria regidos por los artículos 253 al 260 de la LCC, pero serán sustituidos por el contenido final que arroje el PLCF.

Una vez expuestos los principios del modelo concesional, es necesario poner dicho modelo en relación al empleo de la técnica financiera de la titulización. Retomando en este momento el concepto económico de esta técnica, para poder contextualizarlo dentro del modelo concesional, es interesante rescatar de nuevo la definición de titulización de García-Baquero y Maza (2003) ya reseñada en el Capítulo 5 de esta Tesis:

*“La titulización es un proceso financiero que consiste en transformar cualquier activo susceptible de generar una corriente de ingresos en títulos o valores negociables. De este modo, se convierte un activo habitualmente ilíquido en otro que puede ser transmitido, cedido o vendido entre inversores financieros”.*

Atendiendo a esta definición, el hilo argumental del proceso económico es la transmisión o cesión de un activo, que en el caso concreto que nos ocupa se trataría de los ingresos generados por una concesión de obra pública según la LCSP. El legislador, en la Exposición de Motivos de la LCC, apuntaba la premisa clave para la aplicabilidad de la titulización en el ámbito concesional:

*“La concesión, como bien jurídico, se integrará plenamente en el tráfico mercantil desde el momento de la perfección del contrato, pudiendo ser objeto de cesión e hipoteca”*

Se comprueba de esta forma la importancia de facilitar la cesión del bien jurídico, desde el concesionario al financiador.

Esta diversificación del esfuerzo inversor, facilitando la apertura a los mercados de capital de las empresas concesionarias, está en el origen del recurso a la titulización de los derechos de crédito futuros de una concesión de infraestructuras. De nuevo, esta intención del legislador se hacía explícita en la Exposición de Motivos de la LCC:

*“En orden, asimismo, a permitir la diversificación del esfuerzo inversor, la Ley facilita la apertura de la sociedad concesionaria al mercado de capitales, no sólo, lógicamente mediante los medios convencionales, ..., sino a través de la titulización de los derechos de crédito vinculados a la explotación de la obra, titulización que podrá referirse, en su caso, a los que correspondan a las zonas complementarias de la concesión de carácter comercial”*

Es importante el salto cualitativo que introduce esta afirmación, pues rompe por primera vez el carácter limitativo que el marco legal de la titulización asignaba a qué activos podían ser cedidos a un fondo de titulización. Si como se verá posteriormente el R.D. 926/1998 limita este derecho al “cobro del peaje de autopistas”, la LCC en su artículo 254 y el PLCF en su artículo 8, obviamente conocedores de la naturaleza del negocio concesional, extendían la posibilidad de la cesión no únicamente a los ingresos puramente provenientes del pago de peajes, sino

también a los ingresos comerciales que la empresa concesionaria reciba de la explotación de las zonas complementarias existentes en la infraestructura, y cuya gestión también realiza.

No puede olvidarse una importante afirmación realizada por el legislador en la misma Exposición de Motivos:

*“La presencia del capital privado se asegura mediante un sólido repertorio de garantías para los posibles acreedores hipotecarios y poseedores de títulos”*

No puede existir mayor incentivo posible a la participación de inversores privados en la financiación de infraestructuras que el desarrollo de un sólido marco de derechos y garantías para sus inversiones. Esta aseveración del legislador debe efectivamente trasladarse a los mecanismos del marco legal, y no aparecer como mera declaración de intenciones. Ya se analizó en las titulaciones corporativas del Reino Unido la serie de prerrogativas con las que cuenta el financiador en casos extremos. Es por tanto objetivo de esta Tesis Doctoral despejar el interrogante sobre si verdaderamente existe un sistema eficaz de garantías jurídicas que salvaguarden los intereses del inversor.

La LCSP contempla la titulación como un derecho al alcance del concesionario. Así lo establece en su artículo 228, donde se listan los diferentes derechos de los concesionarios. Dentro de los ocho derechos específicos que reconoce al concesionario, dos están en relación directa con la posibilidad de titular los ingresos que genere la infraestructura objeto de la concesión:

*“f) El derecho a ceder la concesión de acuerdo con lo previsto en el artículo 209 y a hipotecar la misma en las condiciones establecidas en esta ley, previa autorización del órgano de contratación en ambos casos.*

*g) El derecho a titular sus derechos de crédito, en los términos previstos en la Ley. “*

La Ley de Contratos del Sector Público (LCSP) mantiene en equivalentes términos lo contemplado en el derogado artículo 242 de la LCC, modificando únicamente la remisión de la titulación al marco legal específico, y no al artículo 254 como hacía el texto de la LCC, algo que por otra parte parece acertado, aunque el propio contenido del artículo 254 aclaraba

posteriormente que los fondos de titulización “se registrarán por la normativa específica que les corresponda”.

En primer lugar, conviene centrarse en el contenido del punto “f”, al ser premisa previa la cesión para hacer efectiva la titulización. El artículo 209 sobre cesión de los contratos de la LCSP establece:

*“1. Los derechos y obligaciones dimanantes del contrato podrán ser cedidos por el adjudicatario a un tercero siempre que las cualidades técnicas o personales del cedente no hayan sido razón determinante de la adjudicación del contrato.*

*2. Para que los adjudicatarios puedan ceder sus derechos y obligaciones a terceros deberán cumplirse los siguientes requisitos:*

*a) Que el órgano de contratación autorice, de forma previa y expresa, la cesión.*

*b) Que el cedente tenga ejecutado al menos un 20 por ciento del importe del contrato o, cuando se trate de la gestión de servicio público, que haya efectuado su explotación durante al menos una quinta parte del plazo de duración del contrato.*

*c) Que el cesionario tenga capacidad para contratar con la Administración y la solvencia que resulte exigible, debiendo estar debidamente clasificado si tal requisito ha sido exigido al cedente, y no estar incurso en una causa de prohibición de contratar.*

*d) Que la cesión se formalice, entre el adjudicatario y el cesionario, en escritura pública.*

*3. El cesionario quedará subrogado en todos los derechos y obligaciones que corresponderían al cedente.”*

La cesión de un derecho de crédito es un concepto jurídico que dentro de nuestro ordenamiento está generalmente admitido en el Derecho Civil. No obstante, la especificidad en la cesión de los derechos de crédito objeto de esta Tesis Doctoral es el hecho de que éstos nacen de una relación contractual en la que una de las dos partes es una Administración Pública, quedando por tanto al amparo de lo establecido primero en la LCAP, y posteriormente por la LCSP. La transmisión de los derechos de cobro estaba previamente recogida en el



artículo 100 de la LCAP, cuya redacción originaria, tal como fue aprobado en el año 2000, es la siguiente:

*“1. Los contratistas que, conforme al artículo anterior, tengan derecho de cobro frente a la Administración, podrán ceder el mismo conforme a Derecho.*

*2. Para que la cesión del derecho de cobro tenga plena efectividad frente a la Administración, será requisito imprescindible la notificación fehaciente a la misma del acuerdo de cesión.*

*3. Una vez que la Administración tenga conocimiento del acuerdo de cesión, el mandamiento de pago habrá de ser expedido a favor del cesionario. Antes de que la cesión se ponga en conocimiento de la Administración, los mandamientos de pago a nombre del contratista surtirán efectos liberatorios.”*

Este artículo 100 trataba en parte de dar un cauce eficiente a aquellas situaciones en las que el contratista viese afectado su interés económico ante un impago prolongado de la Administración contratante. Esta alternativa es la cesión del derecho de cobro adquirido frente a una Administración Pública por el contratista a una tercera parte, generalmente una entidad financiera, que de esta forma aportaría al contratista los fondos necesarios para su financiación, pudiendo así afrontar otros proyectos con la liquidez recibida. Debe señalarse que en este caso es la entidad de crédito la que soporta el riesgo crediticio, esto es, la posibilidad de que la Administración incumpla sus obligaciones de pago, riesgo que puede entenderse como relativamente remoto (frente al riesgo mucho más probable de retrasos en la recepción de las cantidades adeudadas).

Ahondando en este aspecto, *“el reconocimiento de la transmisibilidad de los derechos de cobro obedece a la finalidad de favorecer la financiación del contratista durante la ejecución del contrato, permitiéndole ceder a un tercero (de ordinario una entidad de crédito) los derechos de cobro incorporados en las certificaciones o facturas”* (Herranz, 2002)

No obstante, el ámbito de este artículo era restrictivo, al regular únicamente los derechos de crédito ya existentes en el balance del contratista, los derechos de crédito presentes, frente a la naturaleza de derechos de crédito futuros aplicable a las concesiones de infraestructuras.

Conforme a esta redacción, la falta de una referencia expresa a la posibilidad de que la entidad de crédito pudiera realizar ulteriores cesiones de los derechos de crédito (una vez más, presentes) previamente adquiridos era un obstáculo para el desarrollo de un mercado de cesión de créditos que facilitara por una parte la financiación de las empresas ligadas a la construcción y explotación de obra pública, mientras a la vez permitiera a las entidades de crédito crear un mercado abierto en la que los referidos derechos pudieran ser objeto de posteriores cesiones a otras instituciones interesadas en este tipo de activos. Esta misma cuestión es planteada por Uría (2006):

*“Esta redacción imposibilitaba las segundas y ulteriores cesiones de los derechos de cobro, lo que impedía la titulización. Por ello, se hizo necesaria su modificación. Quedaba pendiente, además, la muy relevante cuestión de los derechos de crédito futuros”*

El legislador, consciente de esta deficiencia, opta por modificar el texto del artículo 100, según refleja en el artículo 17 de la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero<sup>33</sup>:

*“1. Los contratistas que, conforme al artículo anterior, tengan derecho de cobro frente a la Administración, podrán ceder el mismo conforme a Derecho.*

*2. Para que la cesión del derecho de cobro tenga plena efectividad frente a la Administración, será requisito imprescindible la notificación fehaciente a la misma del acuerdo de cesión.*

*3. La eficacia de las segundas y sucesivas cesiones de los derechos de cobro cedidos por el contratista quedará condicionada al cumplimiento de lo dispuesto en el número anterior.*

*4. Una vez que la Administración tenga conocimiento del acuerdo de cesión, el mandamiento de pago habrá de ser expedido a favor del cesionario. Antes de que la cesión se ponga en conocimiento de la Administración, los mandamientos de pago a nombre del contratista o del cedente surtirán efectos liberatorios.*

*5. En el caso de quiebra del contratista cedente, no se declarará la nulidad a que se refiere el artículo 878, párrafo 2, del Código de Comercio, si se cumplen los siguientes requisitos:*

*a. Que los créditos cedidos procedan de la actividad empresarial del contratista cedente.*

---

<sup>33</sup> Aparecen subrayadas en el texto las incorporaciones frente a la redacción original.

- b. Que el cesionario sea una entidad de crédito.
- c. Que los créditos objeto de cesión al amparo del acuerdo existan ya en la fecha del acuerdo de cesión o nazcan de la actividad empresarial que el contratista cedente lleve a cabo en el plazo máximo de un año a contar desde dicha fecha, o que conste en el contrato de cesión la identidad de los futuros deudores.
- d. Que el cesionario pague al cedente, al contado o a plazo, el importe de los créditos cedidos con la deducción del coste del servicio prestado.
- e. Que conste la certeza de la fecha de la cesión por alguno de los medios establecidos en los artículos 1.218 y 1.227 del Código Civil o por cualquier otro medio admitido en Derecho.
- f. Que se acredite haber realizado la notificación a que se refiere el apartado 2 del presente artículo.

Esta modificación del Artículo 100 otorgó un mayor grado de seguridad para todas las partes y facilitó la titulización de este tipo de activos:

- a) La inclusión del punto 3 explicita la posibilidad de ulteriores cesiones de los derechos de crédito a terceras partes.
- b) El punto 4 matiza que los pagos ya no estarán únicamente a nombre de contratista como beneficiario original, sino que los pagos pueden estar a nombre de terceras partes que previamente los hayan adquirido.
- c) El punto 5 establece que en caso de quiebra del contratista cedente la retroacción de la quiebra<sup>34</sup> no se aplicaría en tanto se cumplieran los seis requisitos mencionados. De acuerdo a Uría (2006), “la medida fundamentalmente adoptada es la de evitar la aplicación del sistema de la retroacción absoluta y el correlativo efecto de nulidad radical de las operaciones realizadas dentro del período de retroacción”.

---

<sup>34</sup>Al ser esta ley anterior a la nueva Ley Concursal, se encontraba en vigor el párrafo 2º del Artículo 878 del Código de Comercio de 1.885, el cual establecía que todas las operaciones realizadas dentro del periodo de retroacción eran nulas de pleno derecho. Esta radicalidad fue sucesivamente suavizada por la corriente jurisprudencial que moderaba el carácter tan taxativo del artículo y establecía que para que las operaciones incluidas dentro del período de retroacción pudieran ser rescindidas, éstas debían causar un perjuicio al patrimonio del quebrado.

García-Villarrubia y Vélez (2005) defienden una interpretación extensiva de este artículo 100 a los derechos de crédito futuros desde la doble perspectiva del Derecho Privado y la irretroactividad de la quiebra:

*“Una interpretación sistemática del artículo 100.1 de la LCAP que lo haga congruente con estos preceptos, permite entender incluida en él la cesión de créditos futuros desde una doble perspectiva. Por un lado, por encontrarse admitida en el Derecho privado, al que se remite la LCAP para la regulación del negocio de cesión. Por otro, el hecho de que no alcance la retroacción de la quiebra a ciertas cesiones de créditos que aún no han nacido en el momento del acuerdo de cesión, implica necesariamente la admisibilidad de esta figura”*

Con objeto de cerrar el análisis de cómo ha evolucionado la cesión de los derechos de cobro es preciso reseñar cuál fue el acomodo de este artículo 100 en la LCSP. En ella, el artículo es reformulado en el Libro IV (Efectos, cumplimiento y extinción de los contratos administrativos), en concreto en el artículo 201 sobre transmisión de los derechos de cobro, que deja invariables los puntos 1 al 4 del artículo 100, mientras suprime el punto 5. La entrada en vigor de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (LC) supuso la derogación de parte del Código de Comercio vigente desde 1885, incluido su Artículo 878, de ahí la eliminación en el nuevo artículo de la LCSP del punto 5 del primitivo artículo 100 (anteriormente reproducido).

En conclusión, la importancia para esta Tesis Doctoral de la autorización de segundas y sucesivas cesiones de derechos de cobro, según el artículo 201 de la LCSP, radica en que permite que el contratista ceda derechos a una entidad financiera, y que ésta a su vez pueda volver a cederlos a un FTA. De esta forma se garantiza el tráfico mercantil de este tipo de activos.

### **7.3. LOS PRECEDENTES DE LA TITULIZACIÓN**

Las bases jurídicas que hacen posible el actual marco legal de la titulización de derechos de cobro futuros en España hunden sus raíces hacia 1980, estando en su origen ligadas al interés económico por la cesión de créditos en el mercado hipotecario en nuestro país. Por lo tanto se puede afirmar que se trata de un interés suscitado desde dentro del sector financiero. Sin

ánimo de profundizar en estos orígenes circunscritos a la cesión de préstamos hipotecarios, deben mencionarse la Ley 2/1981 de 25 de Marzo de Regulación del Mercado Hipotecario y el Real Decreto 685/1982, que permitían la emisión de títulos respaldados por un activo hipotecario. Se definen por primera vez conceptos claves en el desarrollo posterior de la financiación de entidades financieras, como son las cédulas hipotecarias o las participaciones hipotecarias, a pesar del resultado irregular durante la siguiente década. Debe hacerse notar que esta legislación supone el primer paso en el desarrollo del marco legal de la titulización, pero en ningún momento se menciona este concepto ni en la citada Ley ni en el Reglamento.

Deberán transcurrir nueve años para que se produzca la primera modificación legal, al revisar el Real Decreto 1289/1991 parte del contenido del Real Decreto 685/1982. Pero el cambio realmente relevante de legislación llegará en el año posterior, en 1992, con la entrada en vigor de la Ley 19/1992, que por primera vez explicita la figura de la titulización en el mercado financiero español. La Ley 19/1992 de 7 de Julio sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria establece las primeras directrices de la titulización en España. Esta novedad se subraya en la propia Exposición de Motivos de la Ley:

*“La presente Ley regula, igualmente, por primera vez en España, los llamados Fondos de Titulización Hipotecaria”*

Esta exclusividad de la titulización aplicada al ámbito del crédito hipotecario se basa en la mayor seguridad jurídica que dentro del marco legal español aporta el préstamo hipotecario en el tráfico mercantil. Así lo describe Uría (2006) :

*“Fue un inicio marcado por la desconfianza del legislador por cuanto, a diferencia de lo que ya sucedía en otros ordenamientos, no se admitía genéricamente el recurso a la titulización, sino que quedaba exclusivamente admitida para los créditos con garantía hipotecaria. Y es que la certidumbre que en nuestro ordenamiento jurídico reviste el sistema hipotecario, en buena parte derivada del buen funcionamiento del Registro de la Propiedad, la hacía especialmente idónea como instrumento para el desarrollo de la titulización”*

Los vínculos entre este nuevo paso legal y el tipo de titulización objeto de esta Tesis Doctoral se fundamentan en dos hechos:

1. Se regula por primera vez la figura de un vehículo financiero interpuesto en la estructura entre cedentes e inversores. Se trata del Fondo de Titulización Hipotecaria (FTH), figura hermana del Fondo de Titulización de Activos o FTA (este sí vehículo apto para la titulización de derechos de cobro futuros, a diferencia del FTH circunscrito a la cesión de préstamos hipotecarios). La Exposición de Motivos declara que *“transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito”*.
2. Se regula por primera vez la figura de la Sociedad Gestora de Fondos de Titulización Hipotecaria, agente encargado de constituir y representar a los fondos de titulización hipotecaria, siendo ésta su actividad exclusiva. Será el precedente inmediato de las actuales gestoras de fondos de titulización.

Hasta este momento, la legislación había ignorado la titulización fuera del ámbito del mercado hipotecario. Durante los años 90, se producen cuatro medidas que pueden considerarse tímidas (a la luz de la falta de reacción por parte del mercado a las mismas) para abrir la titulización a otros activos no hipotecarios. Tres pueden calificarse de impacto genérico en el objeto de esta Tesis Doctoral, en tanto se refieren al marco global de la titulización, mientras la cuarta tiene un impacto específico en la titulización aplicada a las infraestructuras:

1. Real Decreto – Ley 3/1993 de 26 de febrero, de materias presupuestarias, tributarias y financieras: establece como una de las medidas necesarias para el estímulo de la inversión pública y privada la extensión de la titulización a otros activos distintos a los préstamos hipotecarios, añadiéndose otros préstamos y derechos de créditos concedidos por las entidades financieras a la pequeña y mediana empresa, así como contratos de “leasing”. No obstante, este paso se supedita a la aprobación del Gobierno, previo informe favorable de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y

del Banco de España, introduciendo por tanto cortapisas administrativas al libre recurso a dicha técnica.

2. Ley 3/1994 de 14 de abril por la que se adapta la legislación española en materia de Entidades de Crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero. En su Disposición Adicional Quinta, la Ley contempla la ampliación efectiva del tipo de activos susceptibles de ser titulizados desde los préstamos hipotecarios a otro tipo de préstamos, como es el caso de los concedidos a la pequeña y mediana empresa, así como contratos de "leasing". La novedad relevante a efectos de esta Tesis Doctoral es el hecho de que por primera vez se introduce el concepto de Fondo de Titulación de Activos (FTA), abierto a otro tipo de activos (aunque limitados a los que acaban de mencionarse) frente al carácter restrictivo de los FTH. Motivada por esta apertura del tipo de activos susceptibles de ser cedidos a un fondo de titulación, la segunda novedad consistirá en la transformación de las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulación Hipotecaria en Sociedades Gestoras de Fondos de Titulación de Activos.
3. Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional: en su Disposición Adicional Octava permitía la cesión del derecho de compensación que el Estado concedía a distintas empresas eléctricas por las inversiones realizadas en la construcción de tres centrales nucleares paralizadas posteriormente por la decisión política de instaurar una moratoria nuclear, compensación que debía cubrir en un periodo de 25 años tanto los gastos incurridos como los costes financieros. En abril de 1996 se constituye el Fondo de Titulación de Activos de la Moratoria Nuclear (FTAMN). No deja de resultar curioso comprobar cómo ésta es la primera experiencia efectiva de titulación abierta a una entidad no financiera, que tuviera lugar antes de la regulación de los fondos de titulación de activos no hipotecarios en 1998.
4. Finalmente, la medida concreta de aplicación a las infraestructuras se refiere al primer precedente donde de forma específica se contempla la posibilidad de aplicar la titulación a la explotación económica de dichas infraestructuras. En concreto, la cuestión es tratada en la Ley 13/1996, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social. Es una medida más de las encuadradas en un

conjunto heterogéneo de acciones encaminadas a dinamizar la actividad económica del país. Así, en su artículo 157, se introduce una nueva disposición adicional de la Ley 8/1972 sobre construcción, conservación y explotación de autopistas:

*“El derecho del concesionario al cobro del peaje podrá tener la consideración de activo susceptible de integrarse en los Fondos de Titulación de Activos de conformidad con la normativa general reguladora de éstos. Dicha integración deberá contar, en cada caso, con la autorización previa del órgano concedente”*

Esta medida en concreto parece estar originada por la intención mostrada en la Exposición de Motivos de la Ley de conseguir *“el doble propósito de favorecer la ejecución y más eficiente explotación de diversas obras públicas y de dar mayor participación a la iniciativa privada en este componente tan dinámico de la economía”*.

Tal como acaba de apuntarse, la medida se engloba dentro de un paquete de reformas administrativas guiadas por el cumplimiento de la política económica del Gobierno Central, que a su vez seguía como principal objeto en aquel momento histórico concreto la consecución de los criterios de convergencia de la Unión Europea, ya puesto de manifiesto en el Capítulo 3. La medida de considerar los flujos procedentes de peajes de autopistas como susceptibles de ser titulizados parece dirigida a facilitar el cumplimiento de uno de los cuatro criterios de convergencia recogidos en el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, según el cual las finanzas públicas debían encontrarse en una situación sostenible, con un déficit público controlado. La necesidad de controlar el déficit apoyaría el principio de la sustitución de la iniciativa pública por la iniciativa privada en la financiación de infraestructuras, y ésta segunda podría facilitarse a través del empleo de la titulación en el marco de las concesiones de obras públicas.

El tratamiento sectorial de la titulación en el campo de la explotación de infraestructuras continuará su desarrollo siete años después, mediante la Ley 13/2003, de 23 de mayo, reguladora del contrato de concesión de obras públicas (LCC).

A título anecdótico, el desconocimiento del concepto de la titulación en sus orígenes lleva a emplear en la propia LCC un término, la “titulación”, que no llegará a arraigar y que será



sustituido en el futuro desarrollo legislativo por el término más generalmente aceptado en el lenguaje especializado de “titulización”.

Debe tenerse en cuenta que, a pesar de todos estos pequeños pasos iniciales en el despegue de la titulización en España, a mediados de los años noventa nuestro país seguía careciendo de un marco legal sólido y específico que posibilitase el desarrollo de un mercado nacional de la titulización. La mejor evidencia de esta realidad es la falta de operaciones en el mercado. Ante esta situación, el legislador se enfrenta con el objetivo de dar cabida en el ordenamiento a un marco legal específico similar a los que empezaban a desarrollarse en Europa, especialmente ante la perspectiva del Derecho Comparado, cuando países como Francia (en 1988) o Italia (en 1999), equiparables en cierta medida a nuestro marco jurídico, comienzan a desarrollar sus correspondientes marcos normativos de la titulización.

#### **7.4. EL REAL DECRETO 926/1998**

El Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización, supone el principal marco normativo de aplicación en vigor para España, y propició de facto el impulso definitivo al mercado nacional de la titulización, si bien aún limitado a entidades financieras.

Dos son los principales conceptos regulados en el Real Decreto, dividido en dos capítulos, en concreto la figura del Fondo de Titulización de Activos y la figura de la Sociedad Gestora de Fondos de Titulización, en ambos casos evoluciones de los primitivos Fondos de Titulización Hipotecaria y Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecarios. La nueva nomenclatura denota con claridad el objetivo de la reforma: la titulización no será ya un instrumento limitado al servicio de las entidades financieras para la cesión de préstamos hipotecarios, sino que el legislador abre las puertas a la cesión de activos no hipotecarios por parte de cualquier entidad, financiera o no.

A lo largo de sus veinte artículos y dos disposiciones adicionales, se detallan las características del vehículo al que el originador cederá parte de su activo, el fondo de titulización de activos (FTA), a la vez que regula la creación, requisitos y funciones de las sociedades que gestionarán dichos fondos.

Se puede concluir que el legislador efectivamente piensa en la extensión del recurso a la titulación a entidades no financieras, basando esta conclusión más en un enfoque objetivo (las entidades que pueden poseer el tipo de activos a los que se refiere la norma) que subjetivo (el tipo de entidades a las que se dirigiría la norma).

El espíritu de la norma se centra principalmente en las entidades financieras, tanto en el sentido de perfeccionar la cesión de préstamos hipotecarios (señala como uno de sus objetivos el “*acomodar el proceso de titulación hipotecaria a los nuevos tipos de créditos*”) como de habilitar la cesión de préstamos bancarios de naturaleza no hipotecaria (préstamos concedidos por entidades financieras a la pequeña y mediana empresa, contratos de arrendamiento financiero o “leasing”, préstamos concedidos a particulares para el consumo etc.).

Siguiendo con la aproximación objetiva propuesta, pueden señalarse dos puntos para el análisis:

1. La mención a la “*posibilidad de integrar tanto activos financieros como otros derechos*” puede interpretarse en el sentido de que las entidades no financieras poseen activos no financieros.
2. La extensión de la titulación a “*ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada*”, sin mayor limitación, abre la puerta a los ingresos generados por cualquier tipo de entidad, financiera o no.

Tal es la ambigüedad en la falta de una aproximación subjetiva que los requisitos que define como de “*carácter subjetivo*” en su artículo 2.2 son aplicables indistintamente a cualquier tipo de entidad, financiera o no:

1. *El cedente deberá disponer con carácter general de, al menos, cuentas auditadas de los tres últimos ejercicios, con opinión favorable en el último. Dicho requisito podrá exonerarse por la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando la entidad cedente sea de reciente constitución.*
2. *Sin perjuicio del cumplimiento por parte del cedente de la obligación general de depósito de las cuentas anuales en el Registro Mercantil, aquel deberá depositar sus*

*cuentas anuales en la Comisión Nacional del Mercado de Valores al objeto de dar publicidad a las mismas.*

*Estos dos requisitos podrán exonerarse cuando el garante o deudor de los activos objeto de cesión sea el Estado, una Comunidad Autónoma o un organismo internacional de los que España sea miembro.*

3. *El cedente deberá informar en todas las memorias anuales acerca de las operaciones de cesión de derechos de crédito futuros que afectan a los ejercicios respectivos; incluyendo todo tipo de operaciones que aseguren el buen fin del proceso de cesión.*

Sí se encuentra, no obstante, esta aproximación subjetiva en la Orden de 28 de mayo de 1999 cuando en su sumario señala como uno de los objetivos del Real Decreto el “*ampliar las posibilidades que esta nueva modalidad o instrumento financiero ofrece para mejorar la financiación de los diversos agentes económicos*”. No hay duda ya que la generalidad del término “*agentes económicos*” reafirma esa extensión más allá de las entidades financieras.

El hecho de que el legislador tenga como objetivo abrir el ámbito de aplicación de la titulización a créditos no hipotecarios es explícito. Pero más allá de abrir dicho ámbito a esa serie de préstamos de naturaleza no hipotecaria (algo que ya se había contemplado en la Ley 3/1994, por lo que no resultaba de ninguna forma novedoso), el Real Decreto 926/1998 da cabida a la cesión de activos distintos a los tradicionales préstamos bancarios a fondos de titulización. En concreto el artículo 2 permite la cesión al fondo de titulización de activos de “*derechos de crédito futuros*”. Y es precisamente este concepto de derecho de crédito futuro el que supone la base para las titulizaciones corporativas en otras jurisdicciones, como se demostró en el caso del Reino Unido en el Capítulo 5. El derecho de crédito futuro, conocido como “*future flows*” en la terminología inglesa de la titulización es el activo que va a posibilitar que cualquier empresa española con ingresos recurrentes o relativamente predecibles pueda optar a la titulización como una fuente alternativa de financiación, recurriendo a los mercados de capital en lugar de depender de la financiación bancaria convencional, de acuerdo al análisis desarrollado en el Capítulo 5. Dicho concepto constituye el elemento fundamental de la posible aplicación de esta técnica financiera a las infraestructuras, pues los ingresos recibidos por una empresa gestora

de una infraestructura tienen la naturaleza de derechos de crédito futuro, y por tanto a partir de este cambio legal serían activos susceptibles de ser titulizados.

Volviendo al texto, estos “*derechos de crédito futuros*” deberán estar constituidos por ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, siempre que “*su transmisión se formalice contractualmente, probando, de forma inequívoca, la cesión de la titularidad*”.

Surge una pregunta a la hora de analizar su aplicabilidad específica al ámbito de la Tesis: ¿es extensible este concepto a los ingresos generados por una infraestructura?

Esta posibilidad es explícitamente contemplada por el R.D. 926/1998, que singulariza los derechos de cobro del peaje de autopistas que poseen los concesionarios de este tipo de infraestructuras, según los siguientes términos del artículo 2.1.b).1º:

*“El derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas, en los términos de la disposición adicional quinta de la Ley 8/1972, del 10 de mayo, sobre construcción, conservación y explotación de las autopistas en régimen de concesión, conforme a lo prescrito en el artículo 157 de la Ley 13/1996, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social. En este marco, se atenderá a las reglas especiales en cuanto a la autorización administrativa pertinente y al régimen jurídico aplicable a la concesión”*

Debe relacionarse esta referencia que el marco legal de la titulización realiza a la autorización administrativa pertinente, pues tal como se verá con posterioridad, el PLCF introducirá una mejora en términos de dicha autorización al modificar el silencio negativo de la LCC por silencio positivo.

Entre los aspectos positivos de esta mención a las autopistas de peaje, debe remarcar la importancia de que el R.D. 926/1998 únicamente singularice este tipo de activos, lo que da idea de la importancia que teóricamente da el legislador a este instrumento para el desarrollo de la titulización. Para comparar este tratamiento especial con el resto de activos, basta con contemplar la disposición que establece para cualquier otro tipo de derecho de crédito futuro según lo establecido por el artículo 2.1.b).2º:

*“Los restantes derechos de naturaleza análoga a los anteriores que se determinen por Orden del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Departamento Ministerial por razón de la materia. Dicha determinación específica, que será objeto de publicación en el Boletín Oficial del Estado, establecerá, en su caso, las condiciones de la cesión a un fondo de titulización de activos”*

Queda por tanto claro que el Real Decreto autoriza automáticamente la cesión a un fondo de titulización de los derechos de cobro de un concesionario de autopistas, sin mayor impedimento legal que el cumplimiento del régimen jurídico aplicable a las concesiones en nuestro país. Por el contrario, la titulización de cualquier otro derecho de cobro futuro requeriría una serie de trámites administrativos:

- Determinación por Orden del Ministro de Economía y Hacienda
- Informe previo favorable de la Comisión Nacional del Mercado de Valores
- En su caso, informe previo favorable del Departamento Ministerial competente
- Publicación en el Boletín Oficial de Estado de dicha determinación, especificando las condiciones de cesión, con todas las limitaciones que los anteriores organismos hayan determinado como necesarias

La comparativa es por tanto más favorable a la titulización de los derechos de peaje de autopistas frente a otros derechos futuros generados en otros sectores económicos, pues si la titulización de los primeros quedaba expresamente autorizada en este R.D. 926/1998, la titulización de derechos de cobro de otra naturaleza debería esperar efectivamente la entrada en vigor de una Orden Ministerial que no llegaría hasta el año 2005, y que será tratada con posterioridad en el presente capítulo.

Este privilegio otorgado a las autopistas de peaje tiene su explicación según Uría (2006) en la madurez del sector de las autopistas en España:

*“Ciertamente, aún tratándose de un crédito futuro, el riesgo inherente a este tipo de operaciones podía considerarse muy reducido, existiendo, además, una notable experiencia tanto entre los concesionarios y sus socios como en las entidades de crédito derivadas de la instrumentación de obligaciones como medio tradicional de financiación del concesionario”*

Pero centrandolo la cuestión dentro del ámbito de las infraestructuras, la siguiente cuestión que es preciso responder es: ¿permite el Real Decreto la titulación de otros tipos de ingresos generados por la explotación de infraestructuras distintos al cobro del peaje?

La respuesta no puede ser contundente ante la falta de opinión legal en operaciones reales, pero en la medida que el Real Decreto menciona explícitamente el “*peaje de autopistas*”, puede resultar difícil entender la mención como extensible a concesiones de explotación de aguas, hospitales, tranvías etc.

Esta mención del R.D. 926/1998 al ámbito de las infraestructuras, aún siendo positiva por la singularidad que le confiere al sector, debe desde una perspectiva crítica poder actualizarse en varios aspectos:

- En la actualidad, la Ley 8/1972 se encuentra prácticamente derogada en su totalidad, siendo la LCSP el marco en vigor al que debería actualmente hacerse referencia.
- El campo de las concesiones de obra pública se ha extendido mucho más allá del ámbito de las autopistas de peaje, con lo cual la referencia única a autopistas de peaje representa una desactualización de la norma.
- Tal como se desarrollará posteriormente, esta redacción impide la titulación de derechos de cobro generados por infraestructuras que no necesariamente estén reguladas mediante la figura de la concesión de obra pública. Por tanto, se ignora el desarrollo legal posterior de los contratos con la Administración, como pudiera ser el caso del contrato de colaboración del sector público y el sector privado.

El segundo capítulo del R.D. 926/1998 detalla las funciones y requisitos de las sociedades gestoras de fondos de titulación, sociedades que tras la aplicación del Real Decreto podrán definitivamente desmarcarse de la obligación de administrar únicamente fondos de titulación hipotecaria para poder ampliar su actividad de administración a fondos constituidos por cualquiera de los activos cuya cesión autoriza el citado Real Decreto. Las sociedades gestoras de fondos de titulación serán analizadas en el apartado 7.9.2 de este Capítulo.

Una de las características principales que impregnan la naturaleza del R.D. 926/1998 es la apuesta por un mercado de la titulación cimentado en una conveniente regulación de las

prácticas en él desarrolladas. El regulador del mercado español de fondos de titulización es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Hasta en un total de 37 ocasiones (en un articulado relativamente corto, compuesto por 20 puntos) se hace referencia a su papel en el mercado de la titulización. Sus funciones serán igualmente tratadas en el apartado 7.9.3 de este Capítulo.

### **7.5. DESARROLLOS LEGALES DE LA TITULIZACIÓN POSTERIORES AL R.D. 926/1998**

Basándose en los aspectos contemplados en los desarrollos legales posteriores al R.D. 926/1998, puede concluirse que aún considerando que uno de los principales objetivos que motivaron dicha norma era la apertura y flexibilización del instrumento de la titulización a activos no hipotecarios, el legislador siguió preocupado por potenciar la extensión de esta técnica a estos otros activos, de ahí la actividad normativa que se sucederá en años posteriores, y cuyos principales contenidos se reseñan a continuación.

En primer lugar, la Orden Ministerial 1999 de 28 de mayo de 1999 sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial ahonda en la mejora de un marco legal que permitiera beneficiar al tejido empresarial, facilitando la financiación a la pequeña y mediana empresa, reconociendo así que hasta ese momento no se había conseguido que el mercado de capitales instrumentase procesos de titulización con un impacto final en la financiación de pequeñas y medianas empresas. En todo caso, debe resaltarse que este "impacto" que propugna la ley siempre es indirecto, pues los beneficiarios directos seguían siendo las entidades bancarias, que a través de la Orden Ministerial podían recurrir a titular los préstamos ya concedidos a la pequeña y mediana empresa, y que por tanto figuraban en sus balances, consiguiendo así una liquidez adicional que permitiera la reinversión en nuevos préstamos concedidos a otras medianas y pequeñas empresas. Pero esta situación aún no permitía que el recurso a la titulización se abriese directamente a las propias empresas, y así puede concluirse que el tejido empresarial continuaba relegado a un papel de sujeto pasivo en el proceso de desintermediación financiera,

donde todavía eran las entidades financieras, y no las empresas, las beneficiarias al poder poner en valor activos en cartera procedentes de la financiación a empresas.

Esta Orden Ministerial estuvo vigente hasta el 2 de febrero, fecha de entrada en vigor de la Orden de 28 de diciembre de 2001 sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial, que actualizaba el marco de titulización de préstamos concedidos a la pequeña y mediana empresa por parte de las entidades financieras concedentes.

La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero pretendía afrontar este reto modernizador, y al hilo de la necesidad de ampliar las fuentes de financiación de nuestro tejido empresarial, apunta ya en su Exposición de Motivos la necesidad de mejorar las condiciones de financiación de las Pequeñas y Medianas Empresas, a las que reconoce un papel relevante en dicho tejido empresarial de nuestro país. Tal como reconoce el legislador, los grandes avances en la integración de los mercados financieros comunitarios (tal como se demostró en el Capítulo 4) provocan en la actualidad un aumento significativo de la competencia a la que se deben enfrentar nuestros intermediarios financieros, en especial dados los considerables avances en otros mercados financieros del entorno europeo. A ellas dedica los Artículos 17, 18 y 19 (englobados en el Capítulo III de la Ley), señalando en su Exposición de Motivos la posibilidad de “*cesiones en masa de créditos*” referido a aquellos derechos que una entidad ostente frente a las distintas administraciones.

Finalmente, puede mencionarse la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas. Mediante ésta, se permite la titulización de los derechos de cobro de los créditos hipotecarios concedidos a los titulares de concesiones administrativas para financiar las obras que requieran sobre la superficie objeto de concesión.

## **7.6. LA EMISIÓN DE VALORES EN EL PLCF**

El PLCF va a permitir la emisión de valores en los mercados de capital respaldados por los derechos de crédito del concesionario, tal como refleja su extenso artículo 8, indicando que “*podrán emitirse valores que representen una participación en uno o varios de los derechos de crédito a favor del concesionario*”. El texto íntegro del artículo 8 se reproduce en el Apéndice D.



A tal respecto, el PLCF no aporta una novedad radical respecto al tenor del artículo 254 de la LCC que derogará, a pesar de que aporte menos que el texto original en relación a la seguridad jurídica deseable para el inversor.

Tanto la LCC como el PLCF son limitativos en cuanto a la naturaleza de los derechos de crédito susceptibles de ser incorporados a una emisión de valores:

- Cobro de las tarifas establecidas para los usuarios de la infraestructura
- Ingresos procedentes de la explotación de elementos comerciales siempre que estuviesen relacionados con la concesión
- Aportaciones financieras que el concesionario vaya a recibir procedentes de la Administración

Se exige igualmente que la cesión de estos derechos se formalice en escritura pública. Para aquellos casos en los que se ceda al fondo alguna aportación financiera recibida de la Administración (el tercer punto de los señalados en el listado anterior), se requiere una condición adicional como es la notificación previa al órgano contratante. Una de las cuestiones claves para esta Tesis Doctoral queda resuelta al permitir este artículo 8 del PLCF ceder a un fondo de titulación de activos tanto participaciones como directamente los derechos de crédito a favor del concesionario, en las tres categorías reseñadas en el listado anterior. De nuevo, no se trata de una novedad, pues la LCC ya contemplaba esta posibilidad, a pesar de no haberse llevado a la práctica durante estos años.

El PLCF es severo a la hora de exigir la autorización administrativa del órgano de contratación, tal como recoge en su artículo 4 sobre régimen de control, aunque acota la potestad de denegar la cesión de los derechos a un fondo de titulación de activo a circunstancias extremas, bajo la fórmula genérica de que *“el buen fin del contrato u otra razón de interés público relevante lo justifiquen”*. En cualquier caso, este requerimiento tiene suficiente fuerza como para acelerar dicho trámite con carácter previo a fin de no malgastar recursos en el diseño de una operación que administrativamente no vaya a ser autorizada. La solicitud cursada para recibir la autorización administrativa a la emisión de títulos deberá resolverla el órgano competente en el plazo de un mes, plazo a partir del cual puede considerarse como estimada la solicitud, con lo cual existe silencio positivo al respecto. Ésta es una de las

principales mejoras que introduce el texto del PLCF respecto a la LCC, que establecía por el contrario el silencio negativo en este trámite, una circunstancia que lejos de otorgar esas garantías jurídicas que proclama la propia ley, podía crear un grave peligro a este tipo de operaciones ante un trámite puramente administrativo pero vital para la constitución de un fondo de titulización. Este riesgo es por tanto correctamente resuelto por el PLCF.

Continuando con lo establecido en el artículo 8, existen otras dos condiciones de carácter más formal:

- Formalización de la cesión en escritura pública. Si la cesión afectase también a las aportaciones a realizar por la Administración, en este caso se necesitaría una notificación al órgano contratante, aunque la ley no menciona la necesidad de aprobación, únicamente de notificación.
- Obligación de información de las emisiones de títulos en las memorias anuales del concesionario.

El PLCF es bastante laxo a la hora de acotar el contenido y la forma de la cesión de los derechos de crédito del concesionario, al menos en los siguientes puntos:

- Forma de representación de los valores negociables (títulos/anotaciones en cuenta)
- Número de emisiones (única/recurrentes<sup>35</sup>)
- Duración de los derechos de crédito cedidos (uno o varios ejercicios)

La efectividad de la estructura de titulización es verdaderamente puesta a prueba ante situaciones de insolvencia del concesionario o resolución del contrato de concesión, que son objeto específico del Capítulo 8. Es precisamente éste uno de los aspectos negativos que introduce el PLCF frente a la LCC, al suprimir el primero el contenido del punto 2 del artículo 254 de la LCC, que al menos teóricamente garantiza la efectividad de la cesión y por tanto la separación de los activos cedidos al fondo de titulización de la masa del concesionario cedente (“*bankruptcy-remoteness*” en la terminología inglesa):

---

<sup>35</sup> Es interesante esta posibilidad de que el concesionario pueda recurrir a más de una emisión, quizás dentro de un programa único, algo que es común en titulizaciones corporativas en otras jurisdicciones (“*tap issue*”), como ya fue descrito con anterioridad en esta Tesis.

*“Los créditos incorporados a valores de los contemplados en el apartado precedente tendrán el carácter de separables en caso de quiebra del concesionario y los tenedores de los valores ocuparán el mismo lugar en la prelación que el acreedor hipotecario con respecto a los créditos incorporados”*

Con independencia de la necesidad de adaptación del texto al nuevo marco concursal, no se entiende esta supresión, que resta garantías jurídicas al inversor ante el acaecimiento de estas situaciones extremas. Sin tratarse de una solución perfecta, este punto 2 mitigaba este tipo de riesgos, de forma que puede considerarse como un paso atrás.

El artículo 254 de la LCC ha sido objeto de debate doctrinal por la importancia de su contenido para la posible titulación de infraestructuras. El European Securitisation Forum (ESF), en su carta general sobre problemática del régimen legal de la titulación en España remitida a la Dirección General del Tesoro con fecha octubre de 2005, apunta ciertos inconvenientes legales (*“importantes deficiencias”*) que impiden o al menos dificultan grandemente el objeto de la Ley, que no es otra que la extensión de la técnica de la titulación al campo de las concesiones de obra pública. En concreto destaca los siguientes inconvenientes en el redactado del artículo 254 de la LCC, que son por tanto en buena medida extensibles al artículo 8 del PLCF:

1. Necesidad de perfeccionar la figura de las participaciones concesionales vendidas a inversores minoritarios mediante su inscripción en el Registro de la Propiedad, para llegar a un grado de afianzamiento en el marco legal equivalente a las participaciones hipotecarias, el activo cedido al fondo de titulación en el caso de operaciones hipotecarias (se ceden los derechos sobre el activo, no el préstamo en sí).

2. Por su parte, corrobora la incertidumbre jurídica asociada al caso del concurso del cedente. Una vez más se pone de manifiesto con esta declaración la importancia que todos los actores en el mercado de la titulación dan a las consecuencias que conlleva una situación de insolvencia del cedente sobre los derechos cedidos a un fondo de titulación. Como se demostró en el Capítulo 5, la titulación corporativa en el Reino Unido pone de relieve la importancia de que el negocio pueda sobrevivir a la insolvencia del deudor. Esta vez, el ESF incide en la incertidumbre en la que se encontrarían los bonistas ante una situación de concurso del titular de la concesión. La situación actual, con el punto 2 del artículo 254 de la

LCC, es imperfecta, pero al menos pretende dar cierta seguridad jurídica al garantizar a los bonistas el pleno derecho de separación de los derechos de crédito cedidos al fondo de titulización de activos. Pero no es menos cierto que asimila la situación jurídica de los bonistas a la de los acreedores hipotecarios, es decir, les confiere preferencia en el recobro a la hora de liquidar la masa del concurso, equiparándolos a un crédito privilegiado, pero no les concede potestad para continuar gestionando a través de un nuevo administrador la explotación de la concesión de infraestructura titulizada. Como argumento adicional, el ESF pone el acento en el impacto que tiene en la calificación crediticia otorgada por las agencias a los bonos la incertidumbre de no garantizar la continuidad en la amortización ordinaria de los bonos tras el acaecimiento del concurso del cedente, algo que también fue ya puesto de manifiesto en el Capítulo 5 sobre el caso británico. Por el contrario, el PLCF hace desaparecer esta mención al carácter separable de los activos, así como a la igualdad en la prelación del acreedor hipotecario y el tenedor de los valores. No obstante, la mayor complejidad jurídica de la cuestión en el marco legal español hace necesario tratar la cuestión con mayor profundidad en el Capítulo 8, dedicado exclusivamente a esta cuestión dentro de esta obra, en tanto se comprueba la preocupación doctrinal existente.

El principal obstáculo que ha encontrado hasta el presente la transmisibilidad de una concesión de obra pública ha sido la caracterización tradicionalmente dada a dicha concesión como *intuitu personae*, que puede tender a confundir la necesidad de autorización administrativa con la imposibilidad de detentar la concesión una nueva sociedad que sustituya al concesionario original.

3. La siguiente cuestión apuntada como problemática es la redacción de las disposiciones legales que tratan sobre la responsabilidad de la autoridad administrativa otorgante de la concesión de obra pública en el supuesto de extinción de la misma con anterioridad a la fecha de vencimiento prevista.

4. Finalmente, es criticable la idoneidad del término empleado en el artículo 254 para designar a los bonistas como “acreedores” de la empresa concesionaria. El bonista no es “acreedor” de la empresa concesionaria, sino portador de los derechos sobre una serie de activos que fueron cedidos por la empresa concesionaria a un fondo de titulización. Esto es, la empresa

concesionaria realiza una auténtica venta de activos al fondo de titulización (*"true sale"*), y los flujos provenientes de la explotación de dichos activos serán destinados al repago de las obligaciones adquiridas con los bonistas. Más que ser beneficiario de una deuda contraída por el concesionario, el acreedor es propietario de un derecho de crédito generado por la infraestructura gestionada por el concesionario.

En conclusión, el texto del PLCF no resuelve la necesidad de garantizar la separación de los activos del posible concurso del concesionario, o *"bankruptcy-remoteness"*. En comparación, el ordenamiento legal español sí resolvió este mismo riesgo en el caso de las titulaciones hipotecarias mediante las participaciones hipotecarias (Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero). Se hace por tanto necesario desarrollar un instrumento análogo a las participaciones hipotecarias para el caso de la titulización de los derechos de cobro de una concesión de obra pública, sin necesidad de recurrir a la hipoteca de la concesión.

### 7.7. LA TITULIZACIÓN DE DERECHOS DE CRÉDITO FUTUROS

La Orden Ministerial EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, que es la norma de aplicación para la titulización de derechos de crédito no presentes sino futuros, aporta más a la financiación del resto de sectores que a las concesiones de autopistas, que ya habían sido reconocidas con anterioridad, y en exclusividad, en el desarrollo normativo ya descrito en este Capítulo, en especial a través de una doble vía normativa:

- En referencia a la normativa genérica de la titulización, la autorización expresa a la titulización de derechos de créditos futuros generados por la concesión, tal como recoge el artículo 2.1.b del Real Decreto 926/1998.
- En referencia a la normativa sectorial de las concesiones, el artículo 242 de la LCAP ya recogía la titulización como un derecho para el concesionario<sup>36</sup>.

A pesar de que, como demuestran estos dos puntos, la titulización de los ingresos generados por una concesión de infraestructuras era legalmente viable en ciertos casos, con anterioridad a la entrada en vigor de la Orden Ministerial, es importante resaltar la importancia de dicha Orden en clave interna del sector de la titulización, pues de forma definitiva abre las puertas a

---

<sup>36</sup> Posteriormente mantenido como derecho del concesionario en el artículo 228 de la LCSP y en el artículo 8 del PLCF.

la titulización de derechos de crédito generadores de ingresos de forma continuada con posterioridad a la cesión al fondo de titulización de dichos derechos, frente a la preexistencia de derechos de crédito presentes en el balance de la entidad cedente, hasta el momento el principal esquema de titulización en España. La existencia previa del derecho a titular ingresos provenientes de la explotación de concesiones de obra pública es algo reconocido por el propio texto de la Orden Ministerial, como pone de manifiesto el propio Objeto de la Orden:

*“La presente Orden tiene por objeto determinar otros derechos de crédito futuros, distintos de los previstos en el artículo 254.1 del Texto Refundido de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas...y en el artículo 2.1.b).1.º del Real Decreto 926/1998”*

A pesar de la heterogeneidad de los derechos de crédito futuros recogidos por la Orden Ministerial, el elemento común es que por su propia naturaleza forman parte de los activos de entidades no financieras, con lo que se pone de manifiesto la intención política de abrir definitivamente las puertas a esta vía de financiación para un amplio número de empresas en diferentes sectores de la economía nacional, frente a la exclusividad existente hasta ese momento por parte de las entidades financieras como beneficiarios únicos del marco legal de la titulización. Así lo pone de manifiesto la propia Orden:

*“La ampliación de las posibilidades de titulización de derechos de crédito futuros permitirá impulsar la consolidación y expansión del mercado de titulización español. Se reforzarán así las oportunidades que ofrece esta técnica para la obtención de financiación, la gestión eficiente de los riesgos y para el desarrollo de los mercados españoles de renta fija privada”.*

Estas palabras reflejan con claridad las esperanzas por alcanzar un desarrollo completo de un mercado hasta el momento circunscrito a las entidades financieras de nuestro país.

Según García-Ochoa y Ravina (2006), la importancia de la citada Orden Ministerial radica en que permitiría cubrir parcialmente el vacío resultante de la escasa regulación existente, al determinar nuevos tipos de derechos de crédito futuros susceptibles de ser titulizados y precisar las condiciones de su cesión, lo que viene a significar un paso adelante en el proceso de madurez de nuestro mercado nacional de titulización, que llegan a describir *“consagrado ya como uno de los principales referentes en el ámbito europeo”*.

Esta Orden Ministerial es por otra parte la continuación normativa natural del ya analizado con anterioridad Real Decreto 926/1998, pues debe recordarse cómo este texto dejaba pendiente a la aprobación de una Orden Ministerial posterior la regulación de ciertos derechos de crédito futuros cedidos a fondos de titulización, en concreto en su artículo 2.1.b).2º:

*“Los restantes derechos de naturaleza análoga a los anteriores que se determinen por Orden del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Departamento Ministerial por razón de la materia. Dicha determinación específica, que será objeto de publicación en el Boletín Oficial del Estado, establecerá, en su caso, las condiciones de la cesión a un fondo de titulización de activos”*

La Orden Ministerial determina que los derechos de crédito futuros susceptibles de titulización de acuerdo con la norma pueden ser:

- Derechos de arriendo
- Derechos de propiedad intelectual
- Derechos de explotación de marcas comerciales
- Derechos de explotación del diseño industrial
- Frutos de la explotación de patentes
- Derechos de cobro por contraprestación de la venta o suministro de bienes, o de la prestación de servicios
- Derecho de crédito futuro por ingresos derivados de préstamos u otro tipo de financiaciones

Por tanto, la Orden Ministerial supone un paso atrás en las aspiraciones de afianzar un marco legal aún más sólido para la titulización de los derechos de cobro generados por la explotación de concesiones de infraestructuras. Así, la Orden Ministerial deja en el olvido a cualquier derecho de crédito poseído por una empresa concesionaria que no sea el derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas y explotación de las áreas comerciales de las mismas. El legislador perdió por tanto la oportunidad de equiparar en derechos a todas las concesiones de infraestructuras, con independencia del objeto de las mismas. Así lo entiende Uría (2006):

*“Resulta hasta cierto punto sorprendente que no se haya aprovechado esta Orden para la concreción de los requisitos de toda índole que deben cumplirse en la titulación de los derechos de crédito de los concesionarios, llamados a tener un importante desarrollo en los próximos años”*

Por lo tanto, y a modo de conclusión sobre este asunto, a pesar de que la propia LCSP reconoce el derecho del concesionario a titular sus derechos de crédito futuros, la Orden Ministerial EHA/3536/2005 no contempla en su ámbito objetivo de aplicación los derechos de crédito futuros de los concesionarios de infraestructuras, de forma que aún estarían éstos pendientes de desarrollo.

Uría (2006) considera que la razón por la cual la Orden Ministerial no desarrolla la titulación de los derechos de crédito de los concesionarios es precisamente la profusión de detalles al respecto que sí aportaba la legislación sectorial vigente en el momento (el artículo 254 de la LCC), anteriormente analizado, a derogar por el artículo 8 del PLCF:

*“La lectura del precepto evidencia uno de los motivos por los que no ha sido objeto de desarrollo por medio de la Orden EHA 3536/2005, de 10 de noviembre. Se trata de una regulación muy detallada, probablemente impropia de una disposición con rango de Ley, de no tratarse, en última instancia, de la regulación de un supuesto de cesión a terceros de un crédito frente a las Administraciones Públicas o, lo que es lo mismo, de las condiciones en las que el cesionario podría reclamar de éstas el cumplimiento de sus obligaciones”.*

Con independencia de esta consideración, es interesante descubrir si, a la luz de la anterior lista, fuera posible desde el punto de vista legal ampliar el espectro de aplicabilidad de la titulación dentro del ámbito de las infraestructuras, más allá de las concesiones. Esta posibilidad parece tener cabida a través del penúltimo punto de la lista, en concreto el derecho al cobro por la prestación de servicios. Analizando el catálogo de contratos descritos en la LCSP, parece razonable estudiar la idoneidad de los contratos de gestión de servicios públicos (artículo 8) como susceptibles de ser considerados como derechos al cobro por la prestación de dichos servicios, y por ende, a través de esta naturaleza, permitir la titulación de las cantidades que la Administración correspondiente vaya a pagar a la empresa que desarrolle los servicios reflejados en el contrato.



Esta opción abriría las puertas al empleo de la titulización a una amplia gama de actividades como el abastecimiento y depuración de aguas, o los servicios de transporte, especialmente en la actual coyuntura de liberalización del transporte ferroviario. En definitiva, se abriría la opción de esta técnica financiera a actividades empresariales que no llevaran aparejadas la ejecución de obra pública a través de contratos de concesiones.

El estudio de la aplicabilidad de la titulización a este tipo de contratos debe comenzar con la descripción que la LCSP realiza de los mismos:

*“Son contratos de servicios aquéllos cuyo objeto son prestaciones de hacer consistentes en el desarrollo de una actividad o dirigidas a la obtención de un resultado distinto de una obra o un suministro. A efectos de aplicación de esta Ley, los contratos de servicios se dividen en las categorías enumeradas en el Anexo II”*

Teniendo ahora en cuenta la especificación que realiza la Orden Ministerial con respecto a la titulización de derechos de cobro de la contraprestación por servicio, en concreto que “*dé lugar a flujos de pagos de naturaleza recurrente o puntual, siempre que dicha magnitud pueda ser conocida o estimada*”, parece oportuno considerar que éste es el caso de cualquier contrato de mantenimiento de infraestructuras, donde uno de los contenidos fundamentales del mismo, iniciado incluso en la propia licitación del contrato, es la cuantía económica que recibirá la empresa contratada a cambio de realizar los servicios de mantenimiento establecidos igualmente en el contrato.

A la luz tanto del contenido de la Orden Ministerial como de la LCSP, no parece existir mayor impedimento legal para la titulización de los pagos a recibir bajo un contrato de mantenimiento de infraestructuras, especialmente en el caso de que este pago tenga una naturaleza recurrente, siendo recibido por la empresa prestadora de los servicios a lo largo de un número determinado de anualidades acordadas en el pertinente contrato.

La Orden Ministerial contempla una serie de condiciones que deberán cumplirse para la cesión a un fondo de titulización de activos de unos determinados derechos de crédito futuros. En concreto se trata de los siguientes:

1. Cesión de naturaleza plena e incondicionada, en definitiva se vuelve a exigir el cumplimiento de una cesión efectiva, o “*true sale*” en la terminología inglesa, que aporte la necesaria seguridad jurídica al inversor, especialmente en el caso de que el cedente se vea afectado por una situación de insolvencia.

2. La escritura de constitución, necesaria en todo fondo de titulización de activos, contemplará una serie de cuestiones específicas en este tipo de titulaciones:

a. Términos del acuerdo de cesión como las facultades del cedente sobre los derechos de crédito

b. Periodo de duración establecido para la cesión de derechos al fondo

c. Desarrollo conciso del reparto de riesgos entre las partes involucradas en la operación:

c.i. El reparto entre cedente y cesionario de los riesgos inherentes a los mismos.

c.ii. Consecuencias para el cesionario de las situaciones extraordinarias “*que puedan dar lugar a la interrupción, transitoria o definitiva, de los flujos de pagos derivados de los derechos de crédito futuros cedidos*”.

c.iii. Grado de asunción del riesgo por parte del cedente en el caso de que exista “*variación*”<sup>37</sup> entre los importes generados por los derechos cedidos y los importes previstos en el momento de la cesión, pudiendo dicho riesgo ser asumido “*total o parcialmente*”.

---

<sup>37</sup> Es interesante reseñar que la Orden Ministerial menciona exactamente el “riesgo de variación” cuando sólo tendría consecuencias a efectos del riesgo que la variación fuera negativa (menores ingresos reales que previstos).

c.iv. Finalmente, se concluye con una puntualización al apartado anterior, en tanto el cedente nunca podrá responder frente al fondo de titulización de la solvencia del futuro deudor<sup>38</sup> cedido.

Es preciso realizar un análisis crítico del contenido de la Orden Ministerial, en tanto es la base normativa efectiva que determina qué tipo de activos, y en qué condiciones, pueden ser objeto de cesión de derechos de crédito futuros a un fondo de titulización. Dicho análisis se llevará a cabo dentro de las recomendaciones propuestas en el Capítulo 9.

La aplicación de esta normativa ha defraudado las expectativas del mercado, pues desde su entrada en vigor en 2005 hasta 2009 únicamente se ha emitido en España un fondo de titulización respaldado por derechos de cobro futuros, en concreto mediante la cesión de los derechos de imagen de un club de fútbol (Racing de Santander), operación descrita en el Apéndice C.

## **7.8. ESQUEMA DE REPARTO DE RIESGOS EN UNA TITULIZACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS**

Si en el caso de una concesión no titulizada es obvio que la totalidad del interés económico de la concesión recae en la empresa concesionaria, en cuanto propietaria de los derechos de crédito futuros, no sucede lo mismo en el caso de una concesión de autopista titulizada, donde se ha producido una transmisión real o “*true sale*” del derecho desde la empresa concesionaria a los bonistas del fondo de titulización. Por regla general, el mayor interés económico de la concesión recaerá en los bonistas, aunque la empresa concesionaria también conserve un interés económico en la misma, principalmente en lo que respecta al capital aportado. Esta última consideración es importante, pues garantizar que el concesionario retenga cierto interés económico en la concesión (otra vía sería mantener un porcentaje de ingresos no cedidos al fondo) es una vía efectiva de alinear intereses con los bonistas, sirviendo como incentivo para una buena gestión de la infraestructura.

La distribución de riesgos en una titulización corporativa convencional vendrá determinada por las condiciones establecidas en la escritura de constitución del fondo, y mediante ellas el

---

<sup>38</sup> El término “deudor” no parece el más adecuado en una cesión de un derecho de crédito futuro donde la figura del deudor no existe en sí, a diferencia de la titulización de un préstamo. Pudiera tratarse de un error dada la familiaridad con este segundo tipo de titulizaciones.

cedente determinará las condiciones económicas de la cesión de los flujos al fondo, especialmente las siguientes:

- Determinación sobre si la cesión afecta a los ingresos o a los beneficios de la empresa cedente, o en qué medidas las cantidades cedidas al fondo se verán minoradas por gastos corrientes o extraordinarios.
- Porcentaje de esos ingresos o beneficios que serán cedidos al fondo, o incluso la totalidad de los ingresos.
- Determinación del número de años durante los que los citados flujos serán transferidos al fondo de titulización, según las previsiones que se crean necesarias para el repago total de la deuda.
- Determinación del número de años adicionales que puedan ser necesarios en caso de que no se cumpliesen las expectativas de repago de los bonos, y en cualquier caso, la fecha de vencimiento de los mismos.
- Opcionalmente, y según el tipo de negocio titulado, determinación flexible de las tarifas o precios aplicados por la empresa cedente.

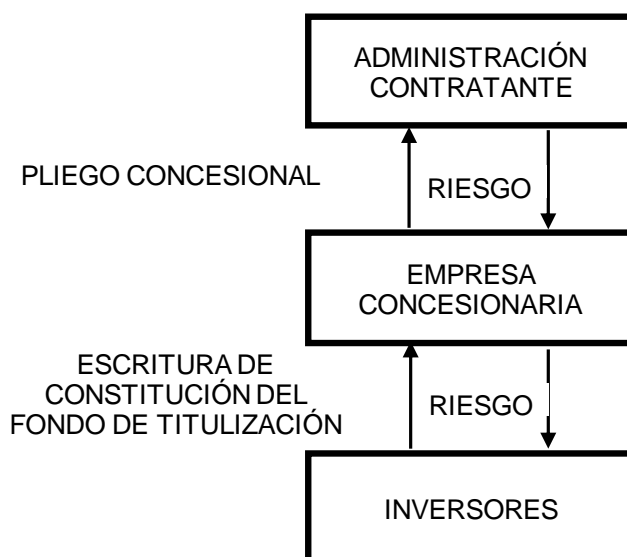
Es de vital importancia resaltar que el reparto de riesgos se establece en un único nivel, la escritura de constitución, según las condiciones anteriores determinadas por la empresa cedente, y aceptadas con posterioridad por los bonistas que suscriban la emisión.

Un ejemplo ilustrativo sería una empresa explotadora de uno o varios campings, que mediante una emisión de bonos titulizados cedería a un fondo un porcentaje determinado de sus ingresos después de gastos, durante un periodo determinado de tiempo, que podría prorrogarse por un número determinado de años si en el periodo inicialmente previsto no hubiera sido posible cancelar la deuda. De forma adicional, la escritura de constitución incluso podría contener una serie de tarifas a aplicar por la empresa en la explotación del camping, ligando dichas tarifas a la evolución en el repago de la deuda.

Queda claro mediante el ejemplo anterior que el reparto de riesgos para un negocio convencional se resume en su sólo acto jurídico, la cesión al fondo de los derechos de cobro futuros de la empresa. Este principio general deja de cumplirse cuando se analiza el reparto de riesgos en una empresa concesionaria de infraestructuras, según se desprende de lo analizado a continuación.

Para el caso de la cesión a un fondo de los derechos de cobro de una empresa concesionaria, existiría igualmente que en el caso de un negocio convencional una asignación de riesgos estipulada por la escritura de constitución del fondo de titulización. No obstante, la singularidad de la titulización de este tipo de activos radica en que se produce con carácter previo una asignación de riesgos aún más potente entre la empresa concesionaria y la Administración Pública contratante, que rebajaría sustancialmente el contenido del reparto de riesgos en el momento de la titulización. El siguiente esquema apunta al doble nivel de reparto de riesgos que se produciría en la titulización de los derechos de cobro de una concesión de infraestructuras, fruto de tratarse de una actividad sujeta a regulación pública:

**Figura 7.1: Reparto de riesgos en una titulización de derechos de cobro de una concesión de infraestructuras**



*Fuente: elaboración propia*

Ambos niveles de reparto estarían diferidos en el tiempo, consistiendo el primero en el reparto entre Administración contratante y concesionario (transferencia de riesgos de primer nivel),

mientras el segundo sería el realizado en la cesión al fondo de infraestructuras (transferencia de riesgos de segundo nivel).

Analizando ahora detenidamente la transferencia de riesgos de primer nivel, desde la perspectiva específica de las concesiones de infraestructuras, la asignación de riesgos es un concepto que resulta muy familiar, en tanto el propio contenido de los pliegos administrativos determina en primera instancia cómo se reparte el riesgo entre la Administración Pública y la empresa concesionaria.

El artículo 7 de la LCSP, al describir el contenido del contrato de concesión de obras públicas indica que dicho contrato será en todo caso “*a riesgo y ventura del contratista*”, es decir, que el contratista acepta la variabilidad de la demanda en la concesión, con lo cual el beneficio real que pueda obtener podrá ser superior o inferior a la estimación prevista, si bien sujeto a una serie de limitaciones descritas a continuación. La misma aceptación, extendida a la ejecución de cualquier tipo de contrato, queda reflejada en el artículo 199. Del mismo modo, los contratos de colaboración entre el sector público y el sector privado deben contener en su clausulado las condiciones de reparto de riesgo entre la Administración y el contratista, desglosando entre otros la imputación de los riesgos de disponibilidad o de demanda de las prestaciones, según establece la LCSP en su artículo 120. En relación a la concesión de obra pública, el riesgo económico es considerado como una obligación con la que carga el concesionario, que tal como indica el artículo 229, aceptará “*asumiendo el riesgo económico de su gestión con la continuidad y en los términos establecidos en el contrato u ordenados posteriormente por el órgano de contratación*”.

También se recoge la concepción del riesgo a la hora de contemplar la ejecución de las obras públicas afectas a la concesión, pues éstas deberán ser financiadas total o parcialmente por el concesionario, según el artículo 236 de la LCSP. Una vez más aflora la asunción del riesgo, en este caso ligado a la inversión previa realizada por el concesionario. El artículo 236 va más allá, pues a la hora de tratar la aportación de recursos públicos por la Administración, ligado a motivos de rentabilidad social, interés general o exigencias del bien público, pone el énfasis en la obligación de respetar el principio de asunción de riesgo que realiza el concesionario al aceptar la adjudicación.

La propia normativa europea reconoce la transferencia del riesgo de explotación al concesionario como una de las principales características de la concesión. Así, la Comunicación 2000/C121/02 contempla que *“el derecho de explotación implica también la transferencia de la responsabilidad de explotación, que engloba los aspectos técnicos, financieros y de gestión de la obra. Es al concesionario a quién incumbe, por ejemplo, la tarea de realizar las inversiones necesarias para que su obra pueda, de forma útil, ponerse a disposición de los usuarios. También recae sobre él la carga de la amortización de la obra. Por otra parte, el concesionario no sólo asume los riesgos vinculados a cualquier construcción, sino que deberá soportar los riesgos vinculados a la gestión y frecuentación del equipamiento”*.

No obstante, esta idea del reparto de riesgos en la concesión queda incompleta sin analizar una de las salvaguardas contempladas por la LCSP, el derecho a mantener el equilibrio económico de la concesión, estipulado en el artículo 241. Las condiciones de dicho equilibrio han de ser acordadas contractualmente en la adjudicación de la concesión, para lo cual ambas partes (concesionario y Administración) deberán contrapesar el interés general y el interés del concesionario.

Las causas aceptadas por la LCSP en su artículo 248.2 como desencadenantes del derecho del concesionario a que le sea restituido el equilibrio económico de la concesión son:

- Modificación por parte de la Administración, por motivos de interés público, de las condiciones de explotación
- Causas de fuerza mayor<sup>39</sup>
- Actuaciones de la Administración que provoquen la ruptura del equilibrio económico (el denominado *“factum principis”*)
- Supuestos explícitamente contemplados en el contrato

---

<sup>39</sup> Que a su vez son definidos en el artículo 214, como los incendios causados por la electricidad atmosférica, fenómenos naturales de efectos catastróficos (maremotos, terremotos, erupciones volcánicas, movimientos del terreno, temporales marítimos o inundaciones), y daños violentos en tiempos de guerra, robos tumultuosos o alteraciones graves del orden público.

A lo largo del proceso de discusión de la LCSP, la limitación de la restitución del equilibrio a una serie de supuestos tasados fue objeto de debate. Así, en la redacción original aparecía el término “*exclusivamente*” al referirse a los supuestos anteriores. Tras dictamen del Consejo de Estado, se procedió a la eliminación de dicho término en la redacción definitiva de artículo 248.2, fundado en lo siguiente: “*no considera del todo adecuado enunciar, con carácter tasado, los supuestos en que “exclusivamente” habrá de restablecerse el equilibrio económico-financiero, pues de ordinario son muy diversos los supuestos en que tal restablecimiento puede resultar procedente*”. Ahora bien, el cambio introducido se antoja una victoria pírrica, en tanto conserva finalmente una lista de supuestos tasados, a pesar de haber eliminado la referencia “*exclusivamente*”. Los efectos prácticos son por tanto prácticamente idénticos.

Es importante resaltar la importancia del último de los puntos citados por el artículo 248.2, pues a efectos prácticos puede considerarse como el mecanismo más comúnmente empleado. Así, es condición imprescindible la inclusión en el pertinente Pliego de Cláusulas Administrativas Particulares de la concesión de un Plan Económico-Financiero de la misma que deberá explicitar los siguientes contenidos:

- Sistema de tarifas
- Inversión prevista
- Costes de explotación
- Obligaciones de pago
- Gastos financieros, directos o indirectos, estimados.

De acuerdo con la ley, el Plan Económico-Financiero debe resolver las implicaciones que tendrá una desviación tal en la demanda de uso de la infraestructura que produzca un rendimiento económico que no alcance el nivel mínimo o que supere el nivel máximo. A tal fin, el sistema concesional permite modificar las siguientes magnitudes económicas:

- Régimen de tarifas
- Previsiones de amortización



- Plazo concesional
- Con carácter general, “*otras variables de la concesión previstas en el pliego*”

La ley es bastante laxa sobre las medidas a tomar para restaurar el reequilibrio, apenas mencionando que se llevará a cabo “*mediante la adopción de las medidas que en cada caso procedan*”. La única concreción que establece la ley es ante los casos de fuerza mayor y del *factum principis*, y bajo el cumplimiento de la condición de que al menos el 50% de los ingresos del concesionario provengan de las tarifas abonadas por los usuarios de la obra pública. Cumplidas estas condiciones, la ley autoriza la prórroga del plazo concesional por un periodo de tiempo que no exceda el 15% del periodo inicial.

Todo lo expuesto en los párrafos anteriores determinaría el nivel inicial del reparto de riesgos entre concesionario y la Administración Pública. Queda ahora la determinación de cómo se estructura el nivel posterior de reparto de riesgos entre concesionario e inversores (bonos de titulización).

En primer lugar, debe entenderse que, tal como es la situación habitual, la Administración no otorga poderes al concesionario para modificar las tarifas aplicadas en la concesión, de forma que éste no será ya un grado de libertad en el reparto del riesgo entre concesionario y bonistas. La escritura de constitución del fondo de titulización sí que debe contener dos elementos importantes a la hora de asignar riesgos:

- Porcentaje de flujos (generalmente ingresos menos gastos operativos) transferidos por el concesionario al fondo
- Periodo de tiempo durante el cual el concesionario cede al fondo los derechos de cobro determinados según el punto anterior

Es importante resaltar que el riesgo asumido por la concesionaria de la infraestructura, tal y como queda descrito en el pliego de la concesión, no tiene por qué ser simétrico al riesgo que posteriormente deposita en los inversores que suscriban la emisión de bonos de titulización. Esto puede comprobarse con el ejemplo de los plazos de explotación. Una empresa que explote una infraestructura con un plazo concesional de treinta años descargará más riesgo

sobre los bonistas del que previamente asumió si la cesión de los derechos de cobro al fondo de titulización se reduce a un plazo máximo de veinte años. El PLCF sí prohíbe el caso contrario, es decir, el reembolso de los valores con posterioridad al término de la concesión.

En el caso de la Autovía de los Viñedos, de acuerdo a la información del Folleto de Emisión, la concesión finalizará en el año 2033, mientras la amortización total de los bonos está prevista para el año 2027.

En conclusión, si la concesión conlleva la transmisión del riesgo al concesionario, tal como se mostró en los principios del modelo concesional, mediante la titulización se produce un nuevo proceso de cesión de riesgos (que puede ser distinto al nivel de riesgos asumido inicialmente por el concesionario) a los inversores que adquieran los valores emitidos por el fondo de titulización. Es en este momento cuando los bonistas pasarán a soportar el riesgo del negocio concesional, total o parcialmente según se convenga en la operación.

## **7.9. REGULACIÓN DE UN FONDO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS**

La normativa en vigor para la titulización de activos en España ha optado por una considerable regulación de la actividad, tanto en lo referente al lanzamiento de emisiones como a la gestión y seguimiento de las mismas:

- Lanzamiento de un nuevo fondo: proceso regulado de constitución
- Gestión de un fondo: sociedad gestora
- Organismo regulador: Comisión Nacional del Mercado de Valores

A continuación se pasa a analizar en profundidad cada uno de estos tres elementos del proceso.

### **7.9.1 Proceso de Constitución de un Fondo**

La constitución de un FTA de acuerdo a la legislación española y la admisión de los bonos en el mercado español de renta fija, AIAF<sup>40</sup>, es un proceso altamente regulado, en el que cobra especial relevancia el papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV):

- Estructuración del fondo de titulización de activos

---

<sup>40</sup> Mercado bursátil secundario oficial español de negociación de valores de renta fija emitidos por entidades públicas o privadas es un proceso altamente regulado.

- Solicitud de calificación crediticia
- Presentación en la CNMV de la documentación de la operación así como del folleto de emisión
- Constitución del Fondo de Titulización (Escritura)
- Apertura de la suscripción del Fondo a los inversores interesados
- Cierre del periodo de suscripción de los bonos emitidos
- Desembolso por parte de los bonistas al cedente de la cantidad equivalente a los bonos adquiridos
- Admisión a cotización de los bonos en AIAF
- Verificación del folleto de la emisión según el Reglamento CE 809/2004, que establece el contenido común dentro de la Unión Europea

Las garantías jurídicas que aporta esta regulación por parte de la CNMV son el principal punto positivo de este procedimiento reglado. En sentido contrario, los tiempos habituales para la aprobación de cada una de estas fases puede suponer un serio inconveniente en operaciones donde la celeridad en los plazos es una exigencia dadas las características del mercado.

### **7.9.2 Papel de la sociedad gestora en la titulización de infraestructuras**

La falta de personalidad jurídica de un FTA hace precisa la existencia de una persona dotada de capacidad jurídica y de obrar que lo represente y gestione.

El régimen jurídico de la titulización en España ha optado por establecer una figura sujeta a la regulación pública (en concreto a la supervisión, inspección y sanción por parte de la CNMV como agente regulador del mercado) y con amplios poderes en la gestión del fondo de titulización, así como en la representación de los bonistas: la sociedad gestora de fondos de titulización, según lo contemplado en el R.D. 926/1998. El fondo de titulización, mero vehículo instrumental sin personalidad jurídica, cuentan exclusivamente con la sociedad gestora como canal de defensa de los intereses de los bonistas. Les corresponde, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los Fondos que administren y de los restantes acreedores ordinarios de los mismos. La importancia en la tasación del funcionamiento de una sociedad gestora queda determinada por el hecho de que tales especificaciones constituyen el segundo bloque

normativo de dicho R.D. que desarrolla los fondos de titulización en España. En concreto se contempla un conjunto de normas que precisan el objeto social, las obligaciones a cumplir, así como el procedimiento de intervención administrativa para la autorización de una nueva sociedad gestora de fondos de titulización.

A la luz de la norma, no existe ningún requisito especial para que las sociedades gestoras de fondos de titulización existentes en la actualidad puedan administrar fondos en los que el activo cedido sean los derechos de cobro de peajes. Con respecto a los requisitos especiales, sí es importante resaltar las dos primeras obligaciones recogidas en el artículo 2.2:

- Contar con expertos de probada experiencia en la materia o contratar los servicios de asesores independientes que gocen de ella.
- Valorar los riesgos del activo con diligencia y rigor.

Estas obligaciones, aplicadas al caso de la titulización de ingresos generados por la explotación de infraestructuras, únicamente supondrán la necesidad de contar con asesoramiento técnico en el proceso de estructuración de la operación, especialmente en el análisis de riesgo de la infraestructura cuyos ingresos vayan a ser transferidos al fondo (ya sea asesores de tráfico en el caso de autopistas, análisis de demanda en el caso de abastecimiento de aguas etc.), tal como fueron analizados en el Capítulo 6.

El objeto exclusivo de estas sociedades es la constitución, administración y representación legal de los fondos de titulización de activos siendo, como acaba de exponerse, perfectamente competentes en el caso de titulizaciones de infraestructuras, sin mayor requerimiento legal. Una vez constituido el fondo de titulización de infraestructuras que vaya a ser administrado, y en su calidad de gestoras de negocios ajenos como apunta el R.D. 926/1998, seguirán desempeñando un importante papel a lo largo de la vida de la operación, como es la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo de titulización que administren, así como de los restantes acreedores ordinarios de los mismos.

El tipo de activo titulado en España hasta la actualidad ha dado escasa conflictividad en la gestión de los fondos de titulización, pero esta situación puede cambiar ante activos como las

infraestructuras que pueden llegar a requerir una mayor interacción de la sociedad gestora en el control del activo. En concreto, se analizará posteriormente la alta probabilidad de situaciones donde sea necesaria la renegociación de la concesión. Por otro lado, la sociedad gestora jugará un importante papel en la diseminación de información relevante sobre el activo y el estado del fondo.

En su papel de defensora de los intereses de los bonistas, la sociedad gestora sustituye al análogo sindicato de bonistas existente para otras emisiones de deuda corporativas. Estudiando cómo resuelve la ley el caso homólogo de las emisiones de obligaciones por parte de las entidades no financieras, y de acuerdo al artículo 283 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, es condición necesaria para la emisión de deuda la constitución de una asociación de defensa de los obligacionistas, denominada “sindicato de obligacionistas”, presidida por un comisario (artículo 303). El órgano principal de este sindicato es la asamblea de obligacionistas (artículo 300), donde reside la defensa de los intereses de los bonistas, pudiendo acordar modificar las garantías establecidas, o emprender las acciones judiciales que consideren.

Recurriendo al Derecho Comparado, los vehículos de titulización en otras jurisdicciones europeas como Holanda o Reino Unido cuentan con una figura relativamente análoga a la sociedad gestora española, el denominado “trustee”, que igualmente ostenta la representación de los bonistas pero con menor poder en la gestión del fondo, y por lo tanto con un papel menos preponderante. Todas las funciones del “trustee” se detallan en un contrato bilateral entre el emisor y dicho “trustee”, conocido como “indenture” en el caso de Estados Unidos o de “trust deed” para Reino Unido. Macaulay (2004) pone especial énfasis en el papel del “trustee” como “administrador del vehículo en beneficio de los inversores”, así como diseminador de información periódica sobre la marcha del vehículo. Existe un papel auxiliar que puede igualmente desempeñar el “trustee” en algunas jurisdicciones, consistente en buscar un sustituto al administrador de los activos (generalmente el propio originador de dichos activos) bajo ciertas circunstancias, especialmente en el caso de insolvencia de dicho administrador original. Esta figura, denominada “back-up servicer” en la terminología inglesa, se encuentra muy generalizada en la práctica más habitual de la titulización a nivel mundial, esto es, la

cesión de carteras de préstamos bancarios. Las implicaciones son bien distintas en el caso de que los activos cedidos al fondo sean los derechos de cobro generados por una infraestructura.

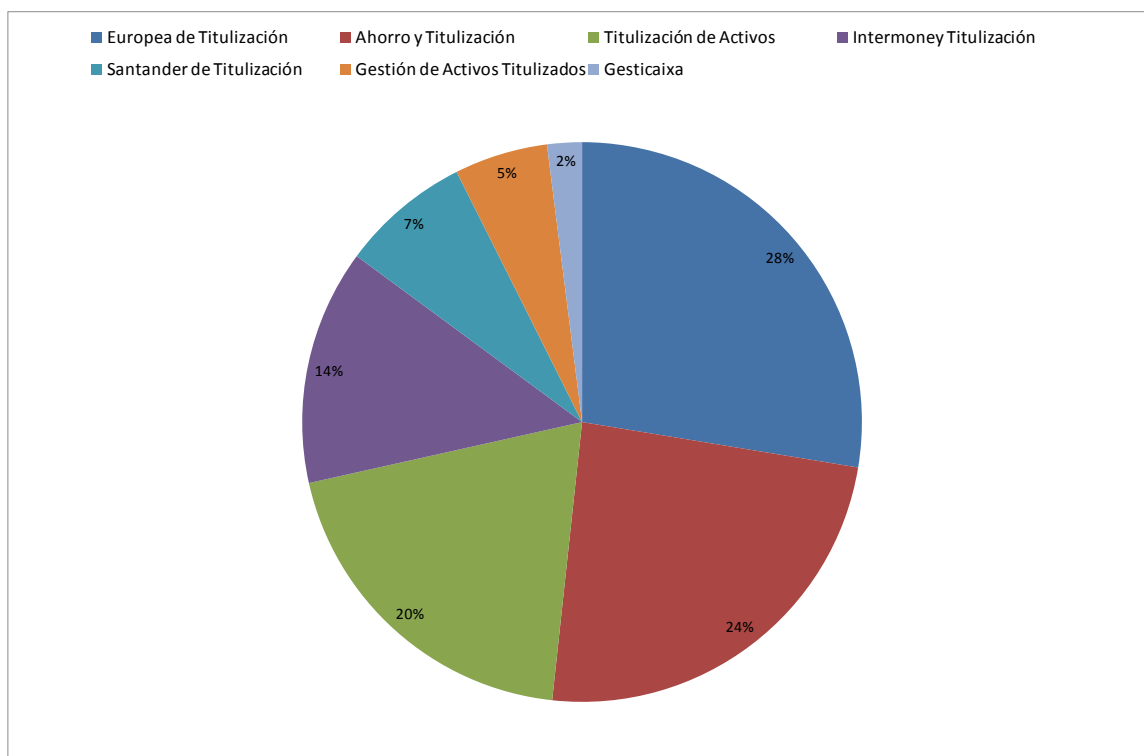
En este caso, el marco legal puede ser insuficiente, porque resulta dudoso determinar cuál será su gestión en el caso de una insolvencia del concesionario que hubiese cedido los derechos de créditos de la concesión a un fondo administrado por la gestora. Tal como fue señalado en el caso de la titulización corporativa en el Reino Unido, el *“trustee”*, como figura homóloga a la sociedad gestora española, puede nombrar un *“administrative receiver”* en el caso tanto de insolvencia como de mala praxis por parte de la empresa cedente, que tome las riendas en la gestión del negocio. Uno de los aspectos más interesantes es la posible aparición de un conflicto de intereses entre los bonistas de los distintos tramos de deuda emitidos. Así, la toma de decisiones por parte del *“trustee”* no siempre puede beneficiar a todas las partes por igual, de forma que aquellos bonistas perjudicados podrían decidir emprender acciones legales contra él, originándose así un riesgo de litigio ante cualquier acción determinante para el desarrollo del fondo tomada por el *“trustee”*, y por extensión al caso español, por la sociedad gestora. A nivel mundial, Macaully (2004) menciona cómo la tradicional escasez de litigios contra *“trustees”* se ha visto interrumpida por un elevado número de demandas interpuestas por bonistas de titulaciones desde el año 2000.

Se hace necesario en los mercados de titulización que los *“trustees”* sean cada vez más proactivos en la consecución de cauces de diálogo entre los bonistas y los cedentes, a través de los mecanismos que considere más adecuados (Morton, 2005).

El hecho de que las titulaciones corporativas vayan a presentar un mayor riesgo operativo, motivado entre otras fuentes de incertidumbre por el papel de la gestión activa del fondo, se pone de manifiesto según la encuesta realizada por Standard&Poor's (2005) a distintos agentes de los mercados de capitales. Así, el 52% de los participantes destacaron las operaciones *“esotéricas”* (vocablo que engloba las operaciones singulares, entre las que se encuadrarían las titulaciones corporativas por su especificidad) como las de mayor riesgo operativo, seguidas muy de lejos por los dos siguientes tipos de titulaciones, la titulización hipotecaria (13%) y la titulización de tarjetas de crédito (10%).

En la actualidad, existen siete sociedades gestoras de fondos de titulización. Con carácter mayoritario, los accionistas de estas siete sociedades son entidades financieras españolas, tanto bancos como cajas de ahorros.

**Figura 7.2: Cuota de mercado de las sociedades gestoras de fondos de titulización sobre saldo vivo de emisiones en circulación**



*Fuente: Informe Anual de AIAF (2009)*

Una sociedad gestora de fondos de titulización requerirá una autorización y registro previo por parte del Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El Real Decreto 926/1998 también contempla los requisitos a cumplir por estas sociedades.

No obstante, a la vista del número de sociedades existentes en la actualidad, y teniendo en cuenta que la última de ellas se creó en 2003, parece improbable la aparición de nuevos actores salvo una penetración en el mercado de un activo novedoso y con suficiente número de operaciones emitidas al año (quizás la popularización de la titulización corporativa sería un aliciente para la creación de nuevas sociedades) o el interés por parte de entidades financieras extranjeras de posicionarse en el mercado español de la gestión de fondos de titulización.

A pesar de los escasos precedentes en cuanto a insolvencias de empresas concesionarias en España (analizados en el Capítulo 8), no es descartable que una sociedad gestora de un fondo de titulización tenga que enfrentarse a un proceso de insolvencia de una concesionaria cuyos derechos de crédito se encuentren cedidos a un fondo de titulización. La baja probabilidad de este escenario no eximiría a la sociedad gestora de haber previsto los mecanismos a seguir ante este hipotético caso. Resulta más probable que la sociedad gestora del fondo de titulización deba enfrentarse a procesos de renegociación de un contrato concesional. Las renegociaciones representan de hecho una práctica habitual en las concesiones de obras públicas que indefectiblemente deberán ser tratadas por la sociedad gestora como defensora de los intereses de los bonistas en caso de que sean efectivamente planteadas.

Según Baeza (2008), hasta 16 de las 32 concesiones de autopistas de peaje adjudicadas desde 1967 han sido objeto de renegociación, habiéndose producido 66 causas de renegociación no publicadas y 55 causas de renegociación publicadas, siendo hasta un 35% de estas renegociaciones provocadas por cambios en la política de la Administración.

Ante estas estadísticas, puede concluirse que son altas las probabilidades de que un fondo de titulización de los derechos de crédito futuros de una autopista de peaje se enfrente a lo largo de su vida al menos a una causa de renegociación, o incluso a más de una.

Las características exigidas a una sociedad gestora de fondos de titulización son reseñadas a continuación:

- Su figura mercantil será la sociedad anónima
- Capital social mínimo de 150 millones de pesetas
- Un Consejo de Administración formado por al menos cinco miembros con adecuados requisitos de honorabilidad comercial y profesional.
- Adecuada organización administrativa y contable.

A su vez, las obligaciones contempladas en esta norma legal son:

- Contar con expertos de probada experiencia en la materia o contratar los servicios de asesores independientes que gocen de ella.



- Valorar los riesgos del activo con diligencia y rigor.
- Redactar el folleto con transparencia y claridad.
- Evitar situaciones que supongan conflictos de intereses y dar prioridad a los tenedores de los valores y financiadores.
- Extremar los niveles de diligencia e información y la defensa de los intereses de los titulares de los valores.
- Cumplir con todas las obligaciones de información que se contienen en la legislación sobre Mercados de Valores.
- Disponer de documentación detallada sobre las operaciones realizadas.
- En todo caso, cumplir con las normas de conducta previstas en la legislación sobre Mercados de Valores.

Finalmente, es importante resaltar que se faculta a la sociedad gestora para solicitar su sustitución voluntaria en la administración del fondo de titulización, cumpliendo una serie de requisitos, principalmente la obvia aceptación de la nueva sociedad gestora propuesta así como la no afectación de las calificaciones de crédito otorgadas a los bonos.

Mayor relevancia presenta la sustitución forzosa de la sociedad gestora del fondo, continuando con el principio de que ningún acontecimiento ajeno al devenir del activo, tal como pudiera ser la declaración de concurso de la sociedad gestora, puede afectar a los intereses de los bonistas. A tal fin, el marco legal establece en el artículo 19 del Real Decreto 926/1998 que se procederá a encontrar una nueva sociedad gestora sustituta en el caso de “suspensión de pagos o quiebra”<sup>41</sup>. Al no poder garantizarse la existencia de otra sociedad gestora con voluntad para gestionar el fondo, el mismo artículo concluye con la necesidad de la liquidación anticipada y la amortización de los bonos.

### **7.9.3 La Comisión Nacional del Mercado de Valores**

Tal como se señaló en el análisis del R.D. 926/1998, el legislador ha optado por un mercado de la titulización cimentado en una conveniente regulación de las prácticas en él desarrolladas,

---

<sup>41</sup> Se trata de una norma anterior a la Ley Concursal, de ahí el uso de la anterior terminología.

con un papel clave del regulador, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). A la CNMV le corresponde por ejemplo un papel activo en la supervisión de las sociedades gestoras, desde su establecimiento hasta su posible renuncia en la administración de un fondo, e incluso su disolución. Dejando a un lado el complejo papel de supervisión continua de la actividad de las sociedades gestoras, cobra especial importancia examinar las actuaciones puntuales de la CNMV en el proceso de lanzamiento de un FTA relacionado con el sector de las infraestructuras, así como durante la vida del mismo, de acuerdo al marco establecido en el R.D. 926/1998 estudiado.

En primer lugar, debe resaltarse el activo papel desempeñado por la CNMV en la constitución del FTA. Tras la maduración del proyecto por parte de la sociedad gestora junto con la empresa explotadora de la infraestructura y cualquier otra tercera parte interviniente en el diseño de la operación, será la primera la que deba comunicar a la CNMV la intención de constituir un fondo de titulización donde el activo se desagregará del balance de la empresa explotadora de la infraestructura. El R.D. 926/1998 menciona de forma genérica la necesidad de presentar ante el regulador *“los documentos acreditativos precisos para la constitución del fondo y de los activos a agrupar en el mismo”*.

La norma obliga igualmente a la presentación de informes, que pueden ser elaborados por la propia gestora o por *“otros expertos independientes con aptitud suficiente”* y siempre *“a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”* sobre los flujos generados por las infraestructuras explotadas por la empresa correspondiente y que vayan a ser objeto de cesión al fondo. La importancia de este requisito hace indispensable la realización de estudios específicos como pueden ser estudios de tráfico, análisis de la demanda etc. No obstante, el hecho de que este tipo de estudios sean requeridos de forma habitual y con carácter previo por las agencias de calificación llevaría a que los mismos se encontrasen disponibles para su consulta por la CNMV desde la fase más inicial del proceso de lanzamiento de un fondo. Pero lo verdaderamente importante es la posibilidad, por regla general olvidada en el mercado de la titulización, de que la CNMV, de acuerdo al artículo 8 del Real Decreto, pueda solicitar otros informes adicionales a los aportados por la sociedad gestora. Esta potestad de la CNMV permite requerir nuevos estudios que puedan contrastarse con los originales en el caso de una duda razonable por parte de la misma sobre la solidez de los activos.

El artículo 5 recoge la obligación del cumplimiento de los siguientes puntos en función del papel regulador de este organismo:

- Aportación de los informes elaborados por las agencias de calificación, en general la remisión por parte de la sociedad gestora de la carta de calificación otorgada por la agencia a la emisión en su conjunto, o calificaciones a las distintas series de bonos que compongan dicha emisión.
- El paso siguiente sería la verificación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del folleto informativo que contendría la información más relevante sobre las características del activo cedido y las condiciones financieras de los bonos emitidos por el fondo de titulización de activos. La importancia de la Comisión en este proceso queda remarcada por la siguiente advertencia recogida como final de este artículo 5:

*“El fondo no podrá realizar ningún tipo de actuación hasta que no hayan sido verificados y registrados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores los documentos mencionados”*

- Con periodicidad anual, las sociedades gestoras deberán aportar a la CNMV las cuentas anuales y el informe de auditoría (artículo 9).

Otros requisitos específicos de competencia de la CNMV son:

- Informe preceptivo en el caso de que se pretenda titular un derecho de crédito futuro ligado a la explotación de una infraestructura que no tenga la naturaleza de peaje de autopista, por extensión a lo recogido en el artículo 2.1.b).2º, anteriormente expuesto.
- Si la empresa dedicada a la explotación de infraestructuras tuviese menos de tres años, deberá ser exonerada del requisito de presentar ante la CNMV las cuentas anuales auditadas de los tres últimos ejercicios, según se desprendería del contenido del artículo 2.2.a.1.

Finalmente, pueden señalarse otras dos prerrogativas de la CNMV:

- Obligatoriedad de recibir un informe previo sobre la intención de liquidar el fondo (artículo 11.d)
- Autorización en caso de renuncia a la gestión del fondo (artículo 18)

Por último, la Orden Ministerial establece la competencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar las reglas específicas relativas a aspectos tales como:

- Contabilidad
- Formato y contenido de las cuentas anuales
- Informes de gestión de los fondos
- Otros informes especiales de auditores u otros expertos independientes

Lo anterior vuelve a poner de manifiesto la firme apuesta por la regulación del mercado de titulización, labor encomendada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ya que esta habilitación no resulta específicamente de aplicación a los fondos de titulización de derechos de crédito futuros, sino a cualquier tipo de FTA.

# CAPÍTULO 8: IMPLICACIONES DE LA RESOLUCIÓN Y CONCURSO DEL CONCESIONARIO EN LA TITULIZACIÓN

---

## 8.1. INTRODUCCIÓN

Uno de los aspectos más complejos en el análisis de cualquier tipo de titulización de derechos de crédito futuros es el impacto en el fondo de una situación extrema, tal como el posible concurso del cedente o la resolución del contrato de concesión por otras causas. En este sentido, el Capítulo se plantea como una prolongación específica del análisis legal desarrollado en el Capítulo 7, comenzando por tratar las bases principales del Derecho Concursal español, para proseguir con las especificidades de los contratos administrativos, y finalizar con el marco concursal concreto de las concesiones de infraestructura. Se hace necesario que el inversor familiarizado con otro tipo de titulizaciones comprenda las peculiaridades que conlleva adquirir títulos cuyo derecho de crédito nace de un contrato entre la empresa cedente y la Administración Pública. Incluso dentro del ámbito de la titulización corporativa (de empresas no financieras) es diferente el concepto de inversión en la concesión de una infraestructura, frente a cualquier otro negocio privado que carezca de ese mismo componente de interés público que caracteriza a la concesión. Es precisamente en todo lo relativo a las situaciones concursales de la empresa cedente donde se manifiesta una mayor diferencia entre la titulización de una concesión frente a la realizada por cualquier otra empresa. Esta peculiaridad presenta ventajas e inconvenientes comparativos que serán tratados a lo largo de este Capítulo. Así, el inversor en este tipo de títulos se beneficiará de una serie de derechos y compensaciones en el caso de la insolvencia de la empresa concesionaria de los que no disfrutaría por ejemplo al adquirir títulos respaldados por los flujos generados por una empresa energética, en el caso de que ésta resultase insolvente. Pero, de igual modo, no puede olvidarse que el inversor también estaría sujeto a la discrecionalidad, no siempre deseable, de las decisiones de la Administración concedente.

En el ámbito de la titulización, es a menudo acertado considerar que las garantías jurídicas que se le confieran al inversor beneficiarán indirectamente a los intereses del concesionario, pues dichas garantías jurídicas tienden a traducirse en una mayor facilidad para el concesionario a la hora de recurrir a esta técnica financiera, a través de un aumento de la demanda inversora. Esta misma lectura se produce en el caso de la ocurrencia de un proceso concursal del concesionario. Como ya se ha examinado en esta Tesis Doctoral, uno de los conceptos claves en la titulización es desligar el futuro de los títulos emitidos de las vicisitudes de la empresa cedente (el concesionario). En consecuencia, se hace necesario el estudio del ámbito concursal en la titulización de una concesión de infraestructuras.

Villar (2001) incide en la necesidad de fortalecer las garantías legales para el inversor ante situaciones excepcionales como cuestión clave para garantizar el éxito de este tipo de titulizaciones:

*“Sería conveniente que la Administración garantizase el crédito de los tenedores de títulos aún en el caso de resolución de la concesión (porque éste es, junto al decrecimiento de la demanda, el mayor riesgo que asumen estos acreedores)”*

Por todo lo anterior, el contenido del presente Capítulo adquiere una elevada importancia para garantizar el desarrollo de la titulización de infraestructuras. La problemática es muy amplia, pues deben abordarse situaciones muy distintas entre sí. Por ejemplo, desde la perspectiva del inversor, puede preocupar saber qué ocurre con sus intereses en la concesión ante la solicitud de concurso del concesionario presentada por un tercer acreedor de dicho concesionario. Pero no menos preocupante sería analizar su situación cuando *motu proprio* se plantea ejercer acciones contra el concesionario en el caso de considerar que la gestión de la concesión lesiona sus intereses.

La adecuación de la normativa sobre cesión de créditos a la normativa concursal actual es una cuestión de relevancia para el desarrollo de este importante sector de la actividad financiera. Una doctrina donde no se consideren perfectas las operaciones de cesión de créditos futuros hasta el momento del nacimiento efectivo del crédito puede constituir una seria amenaza para la seguridad de las operaciones de titulización (Uría, 2006).

Los bonistas de un FTA no debieran temer en exceso la administración concursal por su posible discrecionalidad o vulneración arbitraria de sus derechos, porque dicha administración concursal no carece de responsabilidad jurídica a la hora de ejercer su cometido, y así lo recoge el artículo 36 de la Ley Concursal. El riesgo de una vulneración arbitraria queda mitigado en tanto el administrador concursal respondería frente a los bonistas por los actos u omisiones que realizara sin la debida diligencia, provocando un daño a los intereses económicos de, en este caso, los bonistas. Por tanto, la seguridad jurídica sobre este aspecto es, al menos en la teoría legal, clara.

Más que dicha indefensión, el bonista deberá temer, quizás con razón, que los procesos legales, conflictos y posibles demandas prolonguen los tiempos en exceso, resultando en definitiva una gestión ineficiente y perjudicial para sus intereses como consecuencia de las demoras asociadas a cualquier procedimiento legal. No se escapa que la figura del “*administrative receiver*” en el Derecho británico, con el recurso al procedimiento extrajudicial de insolvencia, pretende como uno de sus principales objetivos garantizar la eficacia en la gestión y evitar así mismo esas temidas demoras legales, de las que ningún procedimiento judicial escapa. La burocracia legal sería, en suma, un enemigo de la gestión eficiente de la infraestructura tras el concurso del concesionario.

El PLCF dicta las consecuencias de la resolución del contrato de concesión de obra pública, en buena parte recogidas del texto en vigor de la LCC, pero también aporta alguna novedad, no siempre beneficiosa para los intereses del bonista.

## **8.2. RÉGIMEN CONCURSAL DE APLICACIÓN: LA LEY CONCURSAL**

Cualquier análisis del marco concursal en España, y el concurso del concesionario no es más que una situación particular del Derecho Concursal, debe comenzar haciendo referencia a su legislación básica, la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. Esta ley opta por terminar con la multiplicidad de procedimientos concursales existentes en nuestro Derecho, en buena medida heredados de desarrollos históricos con profundas raíces jurídicas.

Debe tenerse presente que la entrada en vigor de la Ley Concursal en 2003 supuso la derogación de todo un compendio de normas legales, principalmente las contenidas en el

Código de Comercio y otras leyes mercantiles. La derogación de esta normativa, muy enraizada en el acervo legal español, era precisamente por esta razón una necesidad imperiosa, al mostrarse este marco cada vez más obsoleto en el actual mundo empresarial, y más específicamente, en el negocio concesional.

Frente a la multiplicidad de procedimientos, la ley optó por la unificación en un procedimiento único que pasa a denominar “concurso”, sin diferenciación objetiva o subjetiva.

Siguiendo a Fuentes (2004):

*“La situación anterior a la reforma que estudiamos partía de la dispersión y arcaísmo de las normas vigentes, defectos que tenían por causa la dualidad de Códigos – Civil y de Comercio – y la regulación separada de los aspectos adjetivos en una Ley de Enjuiciamiento Civil. Además, y como efecto de la dispersión normativa, nos enfrentábamos a una multiplicidad de procedimientos concursales: quiebra para el tratamiento de la insolvencia de comerciantes y concurso de acreedores para no comerciantes, junto a instituciones preliminares o preventivas como la suspensión de pagos y el procedimiento de quita y espera”*

A pesar de primar un espíritu unificador de criterios ante la situación de concurso, la Ley Concursal precisamente reconoce la especialidad (o autonomía relativa en la aplicación de la legislación concursal) en el caso de una serie de materias reseñadas en su Disposición Adicional Segunda.

En una primera instancia, el texto original de la Ley Concursal no recogía la especialidad de las concesiones, ni lo contemplaba la primera modificación de la Disposición Adicional Segunda que introdujo la Ley 6/2005 sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito.

En noviembre de 2005, mediante la Ley 25/2005 Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y sus sociedades gestoras, sí que se establece la especialidad de las concesiones, al incluir la referencia a la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas dentro del listado de especialidades recogidas en dicha Disposición.

Tras la entrada en vigor de la Ley 30/2007 sobre Contratos del Sector Público, se vuelve a modificar por su Disposición Final Cuarta el contenido de la Disposición Adicional Segunda de



la Ley Concursal, para obviamente hacer desaparecer la referencia a la derogada LCAP como norma sujeta a especialidad. Alternativamente, modifica la disposición adicional tercera de la Ley Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo sobre las cesiones de créditos al amparo de un contrato de cesión, que sí gozarán de especialidad según la Ley Concursal. En caso de concurso del cedente de dichos créditos, la reintegración estaría gobernada por el artículo 71 de la Ley Concursal, pero la rescindibilidad de la cesión no estaría sujeta al primer punto de dicho artículo, como será específicamente tratado en el presente Capítulo.

La especialidad desaplica, de acuerdo al contenido del primer punto de la disposición adicional segunda, en el caso de elementos regulados bajo la normativa común de la Ley Concursal, en concreto en la administración concursal en sí, cuyos siguientes aspectos quedarán regulados por la normativa común:

- Composición
- Nombramiento
- Funcionamiento

El procedimiento de concurso de aquel concesionario que gestione una concesión cuyos derechos de crédito hayan sido cedidos a un FTA debe comprenderse de una forma casi idéntica al concurso de cualquier entidad.

Sobre el surgimiento del concurso, la Ley Concursal legitima a solicitar la declaración de concurso tanto al deudor (en este caso el concesionario) como a *“cualquiera de sus acreedores”*. A efectos de la titulización de los derechos de cobro de una concesión, es importante tener en cuenta que el principal acreedor será el/los bonista/s, pero que a través de su actividad empresarial ordinaria, el concesionario puede perfectamente incurrir en obligaciones de pago con terceras partes, que igualmente tendrían capacidad para instar el concurso, con lo que el bonista no sería inmune a la anticipación de una tercera parte. No obstante, se mencionarán también en este Capítulo los privilegios que la Ley confiere al bonista.

Existe por tanto una doble vía de inicio de la solicitud de concurso:

- Concurso voluntario: que el propio concesionario solicite de forma voluntaria el concurso (artículo 6)
- Concurso necesario: que los acreedores del concesionario soliciten la declaración de concurso (artículo 7)

La Ley Concursal establece una importante diferenciación en cuanto a la forma de gestionar la concesión de obra pública tras la declaración de concurso, según cada una de las dos vías anteriores. En el caso del concurso voluntario, el deudor conserva las facultades de administración del negocio, bajo intervención de los administradores concursales. En el caso del concurso necesario, se suspenden sus facultades de administración, siendo sustituido por los administradores concursales. En ambos casos, la solicitud de concurso debe trasladarse al juez de lo mercantil competente. La competencia se establece según dónde el concesionario tenga su centro de interés principal.

Es relevante, a efectos de su impacto en una titulización de los derechos generados por la concesión, estudiar uno de los pasos iniciales a seguir tras la declaración de concurso del concesionario. Este paso inicial no es otro que la necesidad de notificación de tal concurso a la Administración concedente. Aunque no está específicamente contemplada por la Ley, la praxis sí parece recoger esta obligación (García-Trevijano, 1996). En el caso de concurso de un concesionario cuyos derechos de cobro hayan sido previamente cedidos a un FTA, la no notificación de la situación de concurso por el concesionario a la Administración competente puede acarrear graves perjuicios al fondo de titulización, o lo que es lo mismo, a los bonistas.

Uno de los principales problemas jurídicos que acarrearía la no notificación del concurso del concesionario a la Administración sería el peligro de que los bonistas no perciban aquellas cantidades pagadas por la Administración al concesionario, ya que si éste se encontrase en una situación de concurso desconocida por la Administración pertinente, ésta continuaría realizando aquellos pagos comprometidos al concesionario, y aquellas cantidades quedarían atrapadas dentro de la masa del concurso del concesionario, no llegando a ser percibidas por el beneficiario último, el bonista. Esto es así por el carácter fungible del dinero ya que “no se

trata de una cosa específica o singular, individualizada de forma tal que no puede confundirse<sup>42</sup>.

Éste riesgo de que el fondo pierda un dinero que le corresponde tras su entrada en concurso es conocido en la terminología inglesa como “*commingling risk*”. Para aportar la suficiente seguridad jurídica a tal respecto, bastaría con contemplar en la escritura de constitución del FTA la obligación del concesionario de notificar su hipotética situación concursal a la Administración competente dentro de un plazo determinado de tiempo. Como segunda seguridad jurídica, puede hacerse recaer dicha obligación de notificación a la sociedad gestora en el caso de que el concesionario no dé cumplimiento de la misma dentro del plazo señalado. La notificación en sí no bastaría, debiendo completarse con las instrucciones precisas a la Administración para que desembolsase las cantidades debidas a la empresa concesionaria en una nueva cuenta bancaria, a partir del momento del concurso del concesionario, a nombre del FTA.

Algunos autores apuntan con acierto a que parece lógico pensar que la Administración será la primera parte en conocer de antemano las vicisitudes del concesionario y por tanto estará informada en la práctica de la inminencia de una situación concursal (Vázquez, 2004). Pues bien, aún siendo esto cierto, el riesgo de “*commingling*” no quedaría subsanado hasta que no se produjese la notificación oficial por parte del propio concesionario o de la sociedad gestora del FTA de que únicamente quedará descargada la Administración de sus obligaciones de pago al concesionario al realizar éstos en una nueva cuenta bancaria a nombre del fondo de titulización de activos.

Una segunda necesidad de notificación recae sobre la empresa concesionaria tras el concurso, a tenor del artículo 21.5 de la Ley Concursal, que establece la necesidad de notificar el auto del concurso a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en tanto el concesionario concursado habría emitido “*valores admitidos a cotización en un mercado oficial*”, tal es el caso de los bonos de titulización de activos. De forma análoga a la notificación a la Administración, aportaría mayor seguridad práctica el contemplar en la escritura de constitución del fondo que

---

<sup>42</sup> Sentencia de la Audiencia Provincial de Burgos (s. 3ª) de 15 de septiembre de 2010

será la propia sociedad gestora la encargada de tal notificación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el caso de que la concesionaria incumpliese dicha notificación.

Tampoco debe olvidarse que, dada la existencia de calificaciones crediticias asignadas a la inmensa mayoría de los bonos en este tipo de emisiones, una tercera necesidad de notificación sería la existente con las agencias de calificación que tuvieran en vigor dichas calificaciones, a efectos de estudiar las posibles incidencias en las mismas.

### 8.3. NATURALEZA ADMINISTRATIVA DE LA CONCESIÓN

La naturaleza administrativa del contrato de concesión, y el interés público de la explotación de una obra pública, confiere un importante grado de peculiaridad del que carecen otro tipo de titulizaciones corporativas. Esta peculiaridad se acrecienta a la hora de comparar las implicaciones que surgen en momentos de dificultades de las empresas. Debe tenerse muy presente que incluso el propio acto de cesión de los derechos de crédito de una concesión a un fondo de titulización debe contar con la autorización previa de la Administración, que podrá incluso impedir la operación (según el tenor del artículo 4 del PLCF).

Del contenido de la Ley Concursal, al menos en primera instancia, no se deriva la existencia de un régimen concursal específico aplicable a las concesiones de infraestructuras, pero esta idea está abierta a muchos matices derivados de la naturaleza administrativa del contrato de concesión, y que abren paso a la especialidad ya apuntada en este Capítulo.

Para comenzar, la propia ley reconoce en su artículo 67.1 una mayor o menor especialidad para todo contrato surgido con la Administración Pública, al establecer que *“los efectos de la declaración de concurso sobre los contratos de carácter administrativo celebrados por el deudor con las Administraciones públicas se regirán por lo establecido en su legislación especial”*, lo que nos remite a aquellas peculiaridades que sobre el concurso del contratista establece la LCSP. Esta matización supone la existencia de facto de una especialización del contrato de concesión respecto al marco concursal general. La incorporación al contenido del PLCF de algunos aspectos relacionados con el concurso así lo parece confirmar.

Es consecuencia natural de lo anterior que la especialidad del régimen concursal de las concesiones de infraestructuras no sólo afecten a la relación bilateral existente entre la

empresa concesionaria y la Administración Pública contratante, sino que esta especialidad se transmitirá a las relaciones nacidas entre el concesionario y terceras partes, entendiendo como terceras partes aquellas que, sin ostentar una relación contractual directa con la Administración, se vean afectadas por procedimientos y normas propias de la Administración Pública. Resulta claro entender que el principal de estos terceros afectados será el financiador de la concesión, y por la parte que respecta a esta Tesis Doctoral, este financiador no será otro que los titulares de la emisión realizada por un FTA, que emitirá bonos respaldados por los derechos de cobro generados por la explotación de una infraestructura determinada.

Aún tratándose de una relación bilateral entre Administración Pública contratante y empresa concesionaria, el reparto de riesgo pactado entre estas dos partes, o la transferencia de riesgos de primer nivel como se ha definido en el Capítulo 7, afectará igualmente a los poseedores de los bonos de titulización respaldados por los derechos de cobro de la concesión, aún cuando no son parte alguna del contrato de concesión. El impacto de la relación entre Administración Pública y empresa concesionaria afectará con mayor o menor intensidad a los bonistas, pues como señala Vázquez (2004) *“las vicisitudes de esta relación bilateral tienen un efecto jurídico directo sobre los terceros que han contratado con el concesionario, habida cuenta que la Administración puede determinar la continuidad o no de la explotación”*. El FTA, en tanto nuevo titular de los derechos de cobro de la infraestructura una vez producida la cesión de los derechos, será el principal “tercero” en el que impactarán las decisiones de la Administración Pública contratante y esto, volviendo a incidir en un concepto crucial, a pesar de que el fondo de titulización no tiene ninguna relación jurídica directa en el otorgamiento de la concesión administrativa.

El anteriormente mencionado artículo 67.1 establece una remisión a la legislación sobre contratos de las Administraciones Públicas, pero sin entrar en mayor detalle, a diferencia de la ordenación desarrollada dentro de la Ley Concursal, que en su disposición adicional segunda detalla un listado de la legislación que goza de especialidad (por ejemplo, las entidades de crédito o las aseguradoras, entre otras).

De la misma forma, otra lectura de este artículo es que la posibilidad de que el legislador, a través de la normativa sectorial sobre contratación pública, establezca normas específicas que

sean aplicables al concurso del concesionario, y que puedan diferir en aspectos concretos de la normativa común establecida por la Ley Concursal para el resto de empresas. Efectivamente, la legislación sectorial de las concesiones ya contempla aspectos distintos a la normativa genérica de la Ley Concursal. El PLCF hubiera sido el marco ideal para potenciar esa especialidad concursal, perfeccionando aspectos hasta ahora no contemplados.

Otra de las consecuencias de esta remisión es el hecho de que la inversión privada, y más en concreto para esta Tesis Doctoral los bonistas que adquieran los títulos emitidos por un fondo de titulización de activos, han de tener presente que dicha remisión al marco legal concesional del concurso del concesionario no afectará únicamente al citado concesionario y a la Administración concedente sino que obligará a que sus intereses como parte especialmente involucrada en el devenir de la concesión (y extremadamente sensible a un hipotético supuesto de concurso del concesionario) también sean resueltos dentro del ámbito del marco concesional, y no dentro del más genérico de la Ley Concursal. Este razonamiento es claro, pero a priori podría parecer extraño el hecho de que un inversor, sin relación jurídica directa con la Administración, vea que sus intereses estarán a lo establecido por el régimen legal administrativo.

Este principio del “efecto jurídico directo sobre terceros” del contrato concesional, quizás con un contenido más genérico al no referirse exclusivamente al financiador de la concesión, ha sido referido con anterioridad en las palabras de Vázquez (2004). Pues bien, este “efecto jurídico directo sobre terceros” está regulado por el régimen administrativo. Este autor defiende la jurisdicción del marco administrativo apoyado en dos argumentos adicionales:

1. El financiador de obras públicas afronta riesgos adicionales no existentes en otros negocios, que son consecuencia de figuras del Derecho Público. Podrían citarse entre ellas el servicio público, el *ius variandi*, el *factum principis*, el dominio público, el rescate administrativo, la causa mayor, entre otras muchas figuras específicas del Derecho Público, que nunca interferirán en la financiación de proyectos privados, como pudiera ser la financiación del proyecto de un centro comercial. De forma concisa, defiende que “*si es la normativa jurídica-pública la que determina la existencia de mayores riesgos para el financiador, también resulta*

*lógico que sea dicho bloque normativo el que haya de prever las soluciones jurídicas que palien o alivien dichos riesgos”.*

2. Por último, en conexión con el punto anterior, las garantías jurídicas adicionales que aporta al financiador el hecho de que sus intereses estén regulados por el Derecho Público es a su vez una consecuencia del interés de la propia Administración por apoyar la financiación privada de las obras públicas, motivado por el interés *“en incrementar las garantías de los financiadores como forma de obtener una financiación más barata”.*

Es de gran interés observar cómo el mismo autor, al hablar en concreto de la potestad de la Administración para resolver una concesión (aunque sería extensible a cualquier otra potestad administrativa), repara en la amenaza de un mal desarrollo de la labor de la Administración Pública: *“cualquier ejercicio de potestad de resolución que sea percibido como abusivo puede dar lugar a reacciones adversas por parte del mercado, en particular dificultando la colocación de títulos relativos a otras concesiones de obras públicas”.*

En conclusión, el acaecimiento de una situación extrema en el negocio concesional traerá aparejado un grado mayor o menor de intervención de la Administración concedente. Las decisiones de ésta afectarán no sólo al propio concesionario, sino por extensión a los titulares de los valores respaldados por la concesión. La discrecionalidad de la Administración en la toma de decisiones podrá sentar precedentes que terminen por desincentivar la participación de futuros inversores privados en este tipo de estructuras. Esto será especialmente cierto bajo la hipótesis de que los posibles inversores perciban un entorno donde la Administración Pública no haya otorgado las suficientes garantías jurídicas en operaciones precedentes. La aparición de este tipo de recelos entre los posible inversores reduciría la potencialidad de esta vía de financiación para las infraestructuras españolas.

#### **8.4. EFECTOS DEL CONCURSO EN LA CESIÓN DE CRÉDITOS**

La naturaleza jurídica de cualquier tipo de titulización es la de un acto de cesión de un derecho de crédito por parte de una empresa (cedente) a un fondo de titulización (cesionario). Las implicaciones de una posible situación concursal del primero son con carácter genérico contempladas tanto en la Ley Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo, como obviamente en la propia Ley Concursal.

#### 8.4.1 Efectos contemplados en la ley reguladora de las entidades de capital-riesgo

Una vez discutida la especialidad de la concesión por su naturaleza de contrato administrativo, debe detallarse el segundo grado de especialidad presente en la titulización de infraestructuras, que es la referente a su naturaleza de cesión de un derecho de crédito. Dicha segunda especialidad es contemplada por la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras.

El contenido de la Ley Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo (LRECR) queda derogado en 2005 por una nueva Ley (la 25/2005), reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, que deja no obstante en vigor dos de sus disposiciones adicionales (en concreto la tercera y la cuarta). Tras la entrada en vigor de la Ley de Contratos de Sector Público en 2007, ésta modifica el contenido de la disposición adicional tercera de la LRECR.

Esta disposición adicional regula la cesión de créditos, que es el ámbito objetivo de una titulización donde el activo cedido son los derechos de cobro futuros generados por una infraestructura. La importancia de esta disposición es que consagra definitivamente, a pesar de los vaivenes normativos, la especialidad de la cesión de créditos en relación al marco concursal.

En primer lugar, la disposición adicional define una serie de condiciones que deberá cumplir la cesión de créditos para estar dentro de su ámbito de aplicación:

1. El cedente ha de ser un empresario y los créditos cedidos deberán proceder de su actividad empresarial.
2. El cesionario, o receptor de los derechos de crédito deberá ser una entidad de crédito o un FTA.
3. Los derechos de crédito que vayan a ser cedidos deben existir *“ya en la fecha del contrato de cesión”* o vayan a generarse en el plazo máximo de un año a partir de la fecha de cesión en el caso de que *“nazcan de la actividad empresarial que el cedente lleve a cabo”*.
4. El cesionario deberá pagar al cedente el importe de los derechos adquiridos.



5. Por último, en el caso de que no se acordase entre cedente y cesionario que éste segundo respondiera de la solvencia del deudor cedido, se acreditase que *“dicho cesionario ha abonado al cedente, en todo o en parte, el importe del crédito cedido antes de su vencimiento”*.

Del análisis del texto actual modificado por la LCSP en 2007 frente al original de la LRECR, se extraen tres principales cambios:

- El ámbito de aplicación de la cesión de créditos pasa a incluir los contratos cuyo deudor sea una Administración Pública, precisamente el objeto de la LCSP.
- La LCSP reconoce por primera vez que también se incluye dentro de este ámbito a la cesión de créditos a un fondo de titulización.
- La LCSP adapta el contenido de la disposición no derogada de la LRECR (de 1999) al lenguaje y marco de la Ley Concursal (de 2003).

Con el objeto de responder a la pregunta sobre si la cesión de los derechos de crédito originados por una concesión de obra pública a un FTA es considerada dentro del ámbito de aplicación de esta disposición, se analiza el cumplimiento de las condiciones anteriores, siguiendo la misma numeración:

1. El cedente cumple el requisito al ser una persona jurídica (sociedad concesionaria), y por tanto los derechos cedidos (los ingresos generados por la explotación de la infraestructura) proceden del desarrollo ordinario de su actividad empresarial.
2. El cesionario es en efecto un FTA.
3. Los derechos de crédito nacen con anterioridad a la constitución del FTA, mediante el contrato de concesión de obra pública.
4. El cesionario (FTA) efectivamente paga al cedente (el concesionario) el importe de los derechos adquiridos en la fecha de desembolso de los bonos de titulización de activos que vayan a ser emitidos.

Una vez comprobado el cumplimiento de las condiciones anteriores, que confirma la aplicación de este precepto a la cesión de los derechos de crédito de una concesión de obra pública a un FTA, se procede a analizar el alcance establecido por la ley en referencia a las consecuencias

de la situación concursal sobre dicha cesión. Debe tenerse presente esta especialidad reconocida para las cesiones de crédito.

En concreto, establece en primer lugar la eficacia de dicha cesión supeditada a la certeza de la fecha de celebración del contrato, que deberá justificarse *“por alguno de los medios establecidos en los artículos 1218 y 1227 del Código Civil o por cualquier otro medio admitido en derecho”*. Este requisito no presenta mayor inconveniente para la titulización, habida cuenta de la existencia de una escritura pública de constitución del fondo.

En segundo lugar, y referido al hipotético caso del concurso del cedente, como puede ser un concesionario de obra pública que hubiera optado por titularizar los ingresos generados por la concesión, la cesión de derechos de crédito de la explotación de una infraestructura sería rescindible únicamente de acuerdo a lo establecido en el artículo 71 de la Ley Concursal.

Romero (2005) hace hincapié en el concepto de la legítima titularidad de los créditos cedidos, y por tanto, del derecho de separación del que disfrutan:

*“Presupuestada la titularidad del cesionario sobre los créditos cedidos, a éste le corresponde un derecho de separación de los créditos que le fueron cedidos, que son parte integrante de su patrimonio y que no pueden servir, en consecuencia, a la satisfacción de los acreedores del cedente. El artículo 80 de la Ley Concursal prevé, en relación con la separación, que los bienes de propiedad ajena que se encuentren en poder del concursado y sobre los cuales éste no tenga derecho de uso, garantía o retención, sean entregados por la administración concursal a sus legítimos titulares”*

El hecho de que los activos cedidos al fondo de titulización no estén al alcance de otros acreedores en el caso de concurso del cedente es una garantía de gran importancia, casi imprescindible, para el inversor.

#### **8.4.2 Efectos contemplados en la Ley Concursal: acción rescisoria**

Tal como acaba de señalarse, la acción de reintegración de una cesión de los derechos de créditos generados por una concesión de obra pública a un FTA únicamente podría tener lugar de acuerdo a lo contemplado por el artículo 71 de la Ley Concursal, de acuerdo a la disposición

adicional tercera de la LRECR. Pero a su vez, esta misma disposición desactiva para este tipo de cesiones el contenido del punto primero de dicho artículo 71:

*“Declarado el concurso, serán rescindibles los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración, aunque no hubiere existido intención fraudulenta”*

Así, la especialidad de la que disfruta este tipo de cesiones de crédito hace que no estén expuestas a la rescisión en caso de concurso del concesionario, a diferencia de otro tipo de negocios.

Para Uría (2006), *“el objetivo fundamental de la disposición en su redacción original era, como en general sucedía con toda la legislación financiera, salvaguardar las operaciones de cesión de créditos de la inseguridad jurídica propia de la institución de la retroacción absoluta de la quiebra y el efecto de nulidad radical que le era propio”*. Desde la entrada en vigor de la Ley Concursal desaparecen grandes inseguridades históricas como la retroacción absoluta de la quiebra y la nulidad radical de las cesiones, pasando a preocupar principalmente en la doctrina el significado de *“actos perjudiciales para la masa activa”*, siempre y cuando se hubiera producido la cesión en los dos años anteriores a la fecha de la declaración concursal, incluso en ausencia de intención de fraude.

Sobre el punto cuatro de la disposición adicional tercera de la LRECR, es interesante comprobar su redactado en el Anteproyecto de Ley remitido para la consideración del Consejo de Estado, frente a la formulación definitiva que finalmente contempla la ley. Se observa cómo, al margen de otras inseguridades que puedan detectarse, al menos en este punto el legislador subsanó una mayor inseguridad jurídica, la aplicabilidad de la rescisión contenida en el artículo 71.1 de la Ley Concursal. Así, la redacción del Anteproyecto de Ley contemplaba:

*“Declarado el concurso del deudor cedido, serán rescindibles, de conformidad con lo previsto en el Capítulo IV del Título III de la Ley 22/2003, de 9 de julio, los pagos realizados por aquél al acreedor cesionario en el año anterior a la fecha de declaración del concurso, siempre que fueran perjudiciales para la masa activa”*.

A la luz de esta propuesta, la inseguridad jurídica creada por la posibilidad de rescisión de los pagos efectuados por un deudor a un FTA, en satisfacción de los derechos de crédito cedidos con anterioridad a dicho fondo, hubiera dificultado aún más el desarrollo de un mercado sólido de la titulización corporativa. De la misma opinión es Uría (2006), que califica de *“bienintencionado”* el motivo de introducir un límite temporal de un año para la rescisión de los pagos, pero critica que *“la eficacia práctica de esta medida paliativa será siempre muy escasa puesto que el problema de la inseguridad en las operaciones financieras ya está creado”*.

Sea como fuese, a la luz de estas críticas y de otros elementos de juicio como las observaciones realizadas por la Sección de lo Mercantil de la Comisión General de Codificación, el Dictamen del Consejo de Estado resolvió esta inseguridad jurídica mediante un nuevo redactado para el punto cuatro, que finalmente se formuló como sigue:

*“Los pagos realizados por el deudor cedido al cesionario no estarán sujetos a la rescisión prevista en el artículo 71.1 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, en el caso de declaración de concurso del deudor de los créditos cedidos. Sin embargo, podrá ejercitarse la acción rescisoria cuando se hayan efectuado pagos cuyo vencimiento fuera posterior al concurso o cuando quien la ejercite pruebe que el cedente o cesionario conocían el estado de insolvencia del deudor cedido en la fecha de pago por el cesionario al cedente. Dicha revocación no afectará al cesionario sino cuando se haya pactado así expresamente”*

Es decir, la Ley termina por desactivar el peligro que la rescisión de pagos supone para un FTA, por una triple vía:

- La rescisión del acto de ningún modo afecta a ningún pago realizado con anterioridad a la fecha de concurso, con independencia de que sean perjudiciales o no para la masa activa.
- Podría existir la rescisión el caso de que cedente (concesionario) o cesionario (FTA) conociesen el estado de insolvencia del deudor cedido en el momento de la cesión, extremo que resulta extremadamente improbable y en todo caso más próximo al fraude.
- La revocación sólo puede afectar al cesionario (FTA) si hubiese sido expresamente pactado en las escrituras de constitución del FTA.

De igual modo, debe tenerse en cuenta el contenido del primer punto del artículo 71.5, por la seguridad que puede aportar:

*“En ningún caso podrán ser objeto de rescisión los actos ordinarios de la actividad profesional o empresarial del deudor realizados en condiciones normales”*

Tras la amplia praxis de la titulización por parte de entidades financieras en España, el tenor de este punto puede ayudar a consolidar la interpretación de que titular una cartera de préstamos por parte de una entidad financiera es un *“acto ordinario”* dentro de su actividad financiera, habida cuenta de que existen entidades en nuestro país que han recurrido a esta técnica en varias decenas de ocasiones durante años recientes. Esta frecuencia y *“naturalidad”* del recurso a la titulización por parte de entidades financieras no se reproduce en el caso de entidades no financieras, pues en concreto hasta el momento presente no existen precedentes de ningún concesionario español que haya recurrido a la titulización de sus derechos de cobro. Esta circunstancia no debería obviarse a la hora de analizar el mayor o menor grado de seguridad otorgado por la ley en cuanto al riesgo de rescisión de la cesión al FTA, dependiendo de su consideración o no como un *“acto normal”* del propio concesionario. No obstante, por el mismo argumento antes señalado de la *“naturalidad”* del recurso a la titulización, una vez que existan precedentes firmes de otras titulizaciones de infraestructuras, podría consolidarse la interpretación jurídica de que también la cesión a un FTA de los derechos de cobro de una infraestructura supone un *“acto ordinario en condiciones normales”* más del concesionario.

Pero junto a este posible peligro, existe un fundamento sólido que puede mitigar este riesgo legal en el caso de la titulización de los derechos de cobro de un concesionario, y es el hecho de que a la hora de acometer la emisión de títulos, el concesionario ha debido contar inexcusablemente con la autorización de la Administración competente, según señala el artículo 4 del PLCF. Así lo consideran autores como Vázquez (2004), según el cual la autorización administrativa de la operación de titulización supone un mitigante de peso para evitar la acción rescisoria de la cesión al fondo:

*“Con ello se conseguiría un efecto fundamental, cual es poner el negocio de la titulización al abrigo de las acciones rescisorias para la reintegración de la masa”*

Este expreso conocimiento y aprobación por parte de la Administración puede por tanto resultar un argumento de peso a la hora de justificar que la titulización de los derechos de cobro realizada por el concesionario tiene la naturaleza de “*acto ordinario en condiciones normales*”, que evitaría la restitución en una situación de concurso del concesionario.

### 8.5. RESOLUCIÓN DEL CONTRATO

El siguiente escalón de estudio, continuando con una aproximación desde la legislación más generalista hasta la sectorial, debe fijarse en las condiciones de resolución de un contrato administrativo. La disposición final 13 de la Ley Concursal modificó el tratamiento de la resolución de los contratos administrativos al dar nueva redacción a los artículos 111.b y 112.2 y 7 de la LCAP, que permanecería sustancialmente igual en la LCSP.

La modificación del apartado “b” del artículo 111 únicamente adaptaba a la nueva terminología una de las causas de resolución del contrato concesional, como es la declaración de concurso o de insolvencia. Con posterioridad, la LCSP mantendría esta redacción en su artículo 206.b.

De mucha mayor profundidad es la modificación del contenido del artículo 112.2 por la Ley Concursal. Con anterioridad a la misma, una situación concursal o de insolvencia comportaba la resolución automática del contrato de concesión:

*“La declaración de quiebra, de concurso de acreedores, de insolvente o de fallido en cualquier procedimiento originará siempre la resolución del contrato”*

Este automatismo se modifica, dentro del espíritu de la Ley de facilitar la continuidad de aquellas empresas atravesando dificultades, de forma que el concurso ya no implica automáticamente la resolución del contrato de concesión, sino que la resolución o la continuidad del contrato pasó a ser un derecho potestativo de la Administración Pública:

*“La declaración de insolvencia en cualquier procedimiento y, en caso de concurso, la apertura de la fase de liquidación originarán siempre la resolución del contrato”*

A la luz de este artículo, puede concluirse que la declaración de concurso posibilita pero no fuerza a la Administración a la finalización de su relación contractual con el concesionario. Sí seguiría conllevando la resolución automática en un estado de clara insostenibilidad de la

situación del concesionario, como suponen la declaración de insolvencia o la apertura de la fase de liquidación. El contenido de este artículo es mantenido con un ligero matiz formal en el artículo 207.b de la LCSP:

*“La declaración de insolvencia en cualquier procedimiento y, en caso de concurso, la apertura de la fase de liquidación, darán siempre lugar a la resolución del contrato”*

La tercera de las modificaciones que la Ley Concursal establece sobre la LCAP tenía que ver con las implicaciones de la situación de concurso del concesionario en el contrato con la Administración, según el contenido del artículo 112.7. Con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley Concursal, la potestad deliberativa de la Administración en el caso de situaciones de dificultad del concesionario se limitaba a las antiguas figuras de la “quita y espera” y la “suspensión de pagos”.

Tras la entrada en vigor de la Ley Concursal, ante una declaración de concurso del concesionario, la Administración podría optar por continuar dicho contrato de concesión, siempre que se cumplieran los dos siguientes requisitos posteriormente recogidos en el artículo 207.5 de la LCSP:

1. Que no se hubiese producido la apertura de la fase de liquidación de la concesión correspondiente
2. Que la Administración considerara *“potestativamente”* que el concesionario hubiera aportado garantías suficientes *“para su ejecución”*.

El tenor de este segundo punto no parece encajar correctamente en el marco de un contrato de concesión, sino más bien parece estar pensado exclusivamente para un contrato convencional de obra, donde la ejecución de la obra pública es en sí el objeto del contrato, y no tanto para el contrato de concesión, cuyo objeto es la prestación de un servicio público durante un periodo continuado. De hecho, esta condición no se repite en el artículo 246 sobre la aplicación de las causas de resolución del contrato de concesión. Resulta difícil imaginar que una empresa concesionaria en concurso pueda garantizar a la Administración el cumplimiento de este servicio público hasta el fin del periodo establecido en el contrato. Esta imperfección jurídica será rebatida posteriormente en este Capítulo.

Deben mencionarse a su vez los dictámenes del Consejo de Estado de 13 de diciembre de 1990 y 28 de febrero de 1991 que reiteran el carácter absolutamente discrecional de la Administración a la hora de resolver contratos.

El estudio de la resolución del contrato de concesión conlleva un procedimiento administrativo no carente de la complejidad generalmente asociada a los informes administrativos. A la espera del desarrollo completo de la LCSP<sup>43</sup>, se analiza lo previsto en el Reglamento General de la LCAP, en concreto en su artículo 109, según el cual la resolución de un contrato de concesión debe acordarse por el órgano de contratación (y en su caso previa autorización del Consejo de Ministros), cumpliendo los siguientes requisitos:

- a. Audiencia del concesionario en el plazo de diez días
- b. Audiencia del *“avalista o asegurador si se propone la incautación de la garantía”*
- c. Informe del Servicio Jurídico
- d. En el caso de oposición del concesionario, *“dictamen del Consejo de Estado u órgano consultivo equivalente de la Comunidad Autónoma respectiva”*

Los plazos establecidos para las audiencias de las partes son de diez días.

Aparece de nuevo una cierta imperfección jurídica en el contenido de este artículo 109 en lo referente al proceso de audiencias. El artículo únicamente menciona de forma explícita la audiencia al “contratista”, “avalista” y “asegurador”. Pues bien, tal como se describió con anterioridad, es muy probable que tras la declaración concursal el concesionario haya sido apartado de la gestión de la concesión de obra pública, siendo sustituido en dichas facultades de gestión por un administrador concursal. Ésta sería la única situación posible en el caso del concurso necesario. Es por ello que no se entiende la falta de referencia explícita al administrador concursal, aunque sería discutible si implícitamente estaría contemplada su participación en el proceso de audiencia.

---

<sup>43</sup> En mayo de 2009 entra en vigor Real Decreto 817/2009 que desarrolla sólo parcialmente la LCSP. Su contenido desarrolla aspectos no directamente relacionados con esta Tesis Doctoral (clasificación de las empresas contratistas, valoración de criterios o mesas de contratación entre otros).



Más imperfecto si cabe resulta el segundo punto del proceso de audiencia, donde sólo se menciona a “avalista” y “asegurador”. Se entiende este segundo punto como la apertura de audiencia a aquellas terceras partes con interés económico en la concesión. Igualmente se ignora la posibilidad de que sean los inversores los que puedan presentar oposición a la resolución del contrato, opción que parece reservada en exclusiva para el propio concesionario. Puede comprenderse que en el pasado únicamente participaran del interés económico de la concesión los otorgantes de garantías dinerarias. Con el devenir de la financiación privada en el mundo de las infraestructuras, esta simplificación de las terceras partes con interés económico en la concesión a los avalistas y aseguradores queda obsoleta en cualquier estructura financiera, convencional o no. Más aún si se considera el esquema de una titulación de activos, donde los intereses de los bonistas, representados por la sociedad gestora del FTA, tienen un derecho esencial a ser escuchados en el proceso de toma de decisiones por parte de la Administración. Una vez más en esta Tesis Doctoral, se llega a la conclusión de que si efectivamente el interés de la Administración es fomentar la participación del capital privado en la financiación de infraestructuras, deben otorgarse suficientes garantías legales a los bonistas de la titulación de activos, en el sentido de que su inversión no está indefectiblemente ligada a la suerte del concesionario, y que su voz y propuestas serán escuchadas ante un hipotético concurso del concesionario, o ante la resolución del contrato de concesión. Tal como fue puesto de manifiesto en el Capítulo 5, si la principal ventaja comparativa para la financiación privada de infraestructuras en el Derecho del Reino Unido es el poder preponderante que confiere al inversor en situaciones de insolvencia del gestor de la infraestructura, y aún siendo conscientes de la imposibilidad de esa preponderancia en el marco español, deberá al menos garantizarse un papel lo más activo posible de los financiadores ante una situación concursal del concesionario, o ante la resolución del contrato.

La continuación del negocio concesional tras la declaración de concurso, siempre a expensas de la absoluta discrecionalidad de la Administración, viene al menos matizada por el contenido del artículo 100.5 de la Ley Concursal, que sugiere basar la posible decisión de continuar la actividad concesional en la presentación de un plan de viabilidad:

*“Cuando para atender al cumplimiento del convenio se prevea contar con los recursos que genere la continuación, total o parcial, en el ejercicio de la actividad profesional o empresarial,*

*la propuesta deberá ir acompañada, además, de un plan de viabilidad en el que se especifiquen los recursos necesarios, los medios y condiciones de su obtención y, en su caso, los compromisos de su prestación por terceros”*

Resulta interesante pensar que la referencia a este “plan de viabilidad” dentro del ámbito genérico de aplicación de la Ley Concursal puede resultar novedosa en otros sectores de actividad. Pero en el ámbito de las concesiones de obra pública, este “plan de viabilidad” invocado por la Ley Concursal es absolutamente familiar, en tanto casa a la perfección con el concepto del Plan Económico Financiero de la concesión de obra pública, tal como contemplan entre otros los artículos 115 y 238 de la LCSP.

Continuando con el análisis de las perspectivas de continuación de la actividad concesional más allá de la declaración de concurso del concesionario, es importante retomar ahora una imperfección jurídica manifiestamente mejorable que fue ya expuesta en el punto anterior, en concreto, la necesidad de prestación de *“garantías suficientes”* por parte del contratista con objeto de evitar que la Administración competente resuelva el contrato, tal y como establece el artículo 207.5 de la LCSP. Este aspecto de la ley también puede definirse como obsoleto si se aplica a las actuales estructuras de financiación privada de infraestructuras, y desde luego, al ámbito de la titulización de activos, donde ni el bonista como inversor último, ni el concesionario, como mero gestor de una infraestructura de la que no soporta el riesgo, pueden estar obligados a aportar una garantía dineraria presente con el objeto de posibilitar que la Administración determine la continuidad en la explotación de la misma. Esa garantía dineraria presente puede tener sentido en el caso de un contrato de obra, pero no en un contrato de concesión de obra pública, donde la generación de ingresos durante un horizonte temporal amplio hace que la viabilidad de la misma recaiga casi exclusivamente en la capacidad de generar ingresos, más allá de la situación puntual en el momento de la declaración de concurso.

Esta misma idea es defendida por distintos autores. Así, Vázquez (2004) propugna un *“entendimiento dinámico y no estático”* del concepto de garantía discutido en el párrafo anterior, *“que supere el planteamiento de garantías basadas en la riqueza ya existente para centrarse en el “forward looking”, en la productividad futura del proyecto empresarial que representa la concesión”*.

La necesidad de dotar a la titulación de infraestructuras de un sistema de garantías legales para el inversor hace que resulte gravemente perjudicial para el desarrollo de esta técnica el que la Administración tenga un poder absoluto para poder resolver el contrato de concesión bajo su único juicio. De hecho, se ha puesto de manifiesto tanto a través de la Ley Concursal como de la figura del contrato de concesión en la LCSP la importancia de la presentación de un plan de viabilidad que justifique la sostenibilidad del negocio concesional en sí, con independencia de la situación del concesionario.

A la luz de este punto, puede concluirse que será positivo para el FTA que el marco legal habilite diferentes alternativas que permitan evitar la resolución del contrato de concesión. Esta resolución del contrato implicará siempre una incertidumbre legal para la continuidad de la explotación de la infraestructura. La toma de decisiones en el ámbito judicial corren el riesgo de dilatarse en el tiempo, frente a la necesidad no prorrogable de satisfacer la totalidad del repago de los bonos antes de su fecha de vencimiento. Una discontinuidad en el servicio provocará directamente la disminución de los ingresos generados por la explotación de la obra, con el consiguiente perjuicio para los intereses del inversor.

## **8.6. EL RÉGIMEN CONCURSAL EN LA LCSP**

Una vez analizado el régimen concursal común y posteriormente el régimen aplicable a los contratos administrativos en general, deben contemplarse en este tercer nivel las especialidades que existen para el tipo de cedente objeto de esta Tesis Doctoral, esto es, el concesionario de una obra pública. Tal como ya ha sido tratado con anterioridad en este Capítulo, esta especialidad tiene distintos fundamentos. En primer lugar, se demostró cómo la LC reconoce la especialidad de aquellos contratos de carácter administrativo, como el de concesión de obra pública que nos ocupa. Secundando este principio, la cesión de los derechos de crédito que supone este tipo de titulación de activos también goza de especialidad, según reconoce la LRECR, como también se ha demostrado con anterioridad.

En relación a la especialidad de los contratos de carácter administrativo, ésta queda efectivamente reflejada en las consideraciones que sobre el concurso del concesionario plantea la LCSP. La especialidad viene motivada por el interés público de la actividad desarrollada por el concesionario, esto es, la explotación de una infraestructura que satisface

una necesidad general de la población. Esta situación hace necesaria la toma de una serie de medidas excepcionales, no existentes en el caso de una empresa convencional, con el objeto de minimizar el daño que pueda infligirse al interés público.

La consecuencia práctica del marco concesional vigente es el hecho de que frente a la situación previa en la que la normativa concursal aplicable al concesionario era plenamente externa al modelo concesional (y como ya se ha indicado, eran múltiples las normas mercantiles de aplicación), en la actualidad la especialidad concursal de las concesiones está reconocida dentro de su propio marco legal.

Dentro del contenido de la misma, el impacto de una situación de concurso del concesionario de una infraestructura debe entenderse según lo estipulado en el artículo 254 de la LCC, que será reemplazado por el contenido del artículo 8 del PLCF, cuyo texto íntegro aparece reflejado en el Apéndice D. La regulación sobre la cesión de los derechos de crédito del concesionario contempla dos aspectos claves en el caso de una posible situación de concurso del concesionario:

- La separación de la masa del concurso
- El derecho a la compensación del financiador

### 8.6.1 Separación de la masa del concurso

La separación de la masa del concurso se contempla en el punto dos del artículo 254 de la LCC:

*“Los créditos incorporados a valores de los contemplados en el apartado precedente<sup>44</sup> tendrán el carácter de separables en caso de quiebra del concesionario y los tenedores de los valores ocuparán el mismo lugar en la prelación que el acreedor hipotecario con respecto a los créditos incorporados”*

La primera consecuencia negativa que debe hacerse de la lectura de este artículo es su “obsolescencia legal”, pues plantea figuras jurídicas relacionadas con la insolvencia de una

---

<sup>44</sup> Específicamente señala los derechos de crédito incorporables a un fondo de titulización de activos.

empresa que dejaron de estar en vigor ya en 2003 con la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal<sup>45</sup>. Esta opinión queda refrendada en las siguientes palabras de Uría (2006):

*“Tampoco parece acertada la decisión de congelar el artículo 254 del TR de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas...su redacción exige una adaptación a la ley concursal, a los avances que se han producido en la regulación general de las titulizaciones y a las propias necesidades que se han puesto de manifiesto en la práctica del sector en los últimos años”*

Volviendo al concepto de separación, el artículo 254.2 de la LCC confiere a los derechos de crédito generados por la infraestructura y cedidos a un fondo de titulización el carácter de separables respecto a la masa de activos del cedente en caso de insolvencia del mismo. Esta caracterización como patrimonio separable, *“bankruptcy remoteness”* en la terminología inglesa, es uno de los pilares básicos de la técnica de la titulización en cualquier jurisdicción, que pretende inmunizar a los activos que sean cedidos a un vehículo (un fondo de titulización en el caso español) frente a la acción de otros posibles acreedores de la entidad insolvente. El carácter de *“bankruptcy remote”* es una condición necesaria pero no suficiente para garantizar la eficiencia de este tipo de estructuras financieras. La importancia de este concepto quedó ya de manifiesto en el análisis de las estructuras de titulización corporativa en el Reino Unido.

En contraposición, la redacción del artículo 8 del PLCF ha optado por eliminar este párrafo de su contenido. Esta supresión no debería significar que la cesión de créditos carezca de carácter separable en caso de concurso del concesionario pues, como se apuntó con anterioridad en el Capítulo, la cesión de derechos de crédito está exenta de la rescisión enunciada en el artículo 71.1. No obstante, esta eliminación no aporta aspecto positivo alguno a la deseable consolidación del concepto de *“bankruptcy remoteness”* en nuestro marco de la titulización corporativa. Por el contrario, se ha desaprovechado una buena oportunidad de reafirmar la especialidad de los contratos de concesiones con respecto a la Ley Concursal.

---

<sup>45</sup> La Ley 13/2003 reguladora del contrato de concesión de obra pública fue sancionada en mayo de 2003, sólo unos meses antes de la Ley Concursal.

Es interesante contemplar la solución que la legislación adopta para la titulización de activos hipotecarios con respecto al problema de la separación de la masa del concurso. La Ley 41/2007 de Regulación del Mercado Hipotecario, que modifica la Ley 2/1981, pone en valor estos activos hipotecarios para la titulización mediante la figura de la participación hipotecaria. Por medio de ella, una entidad financiera hace participar a terceros en todo o en parte a uno o varios créditos hipotecarios de su cartera, mediante la emisión de títulos valores denominados participaciones hipotecarias. Por tanto, se cede el derecho sobre el activo (préstamo hipotecario), más que el activo en sí. Esta ley contempla así mismo que en caso de concurso de la entidad emisora de la participación hipotecaria (la forma jurídica que instrumenta la cesión al fondo de los derechos económicos sobre el crédito cedido), el titular de los valores emitidos gozará de derecho absoluto de separación de los mismos. Esta ley termina con un largo proceso de perfeccionamiento en el sistema legal español de este derecho de separación, frente a las dudas existentes desde los orígenes de la titulización hipotecaria, y cuyo detalle se aleja del marco de esta Tesis Doctoral.

Del mismo modo, el artículo 254 de la LCC reconoce a los tenedores de los valores el derecho de ocupar el mismo lugar en la prelación que el acreedor hipotecario con respecto a los créditos cedidos al fondo en la prelación de insolvencia. Tal como acaba de mencionarse, al desaparecer el artículo 254.2 del contenido del artículo 8 del PLCF, se elimina esta consideración. De nuevo, debe tenerse presente que el tenedor de los valores no tiene naturaleza de acreedor del concesionario, sino que es titular de pleno de derecho de sus derechos de crédito sobre la concesión.

### **8.6.2 Acaecimiento de causas de resolución del contrato imputables al concesionario**

El artículo 8.3 del PLCF, cuyo contenido viene a sustituir lo contemplado por el artículo 254.3 de la LCC, recoge el derecho a compensación a cargo de la Administración Pública competente, bajo ciertas circunstancias.

La resolución de un contrato administrativo como es el de concesión es una facultad de la Administración que obedece, en palabras de Barrero (2007) a *“la necesaria protección del interés del que ha cumplido, en el bien entendido de que en la contratación administrativa la*

*protección de la Administración frente al contratista incumplidor supone, en último término, la defensa del interés público que ella siempre representa y tutela”.*

Este principio de equidad se rompe en el caso de una titulación de los derechos de crédito, pues puede darse el caso de que el incumplimiento de las obligaciones del concesionario como mero gestor de unos derechos de titularidad ajena puede concluir con una resolución del contrato que lejos de perjudicar a la parte incumplidora, lo haga contra los intereses del titular de los derechos, el bonista. Este planteamiento es independiente del hecho de que el marco concesional, tal como recogen tanto la presente LCC como el PLCF, contemple mecanismos para que el bonista pueda subrogarse en la posición del concesionario, pues incluso con este mitigante existe el riesgo de una demora en los tiempos del procedimiento judicial.

El acaecimiento de causa de resolución de una concesión imputable directamente al concesionario daría lugar a que la Administración contratante optase por una de estas dos alternativas: el secuestro de la concesión o la resolución del contrato. La decisión final de la Administración deberá estar siempre atemperada por el interés público<sup>46</sup>. Ambas posibilidades serán tratadas a continuación por separado.

#### **8.6.2.1. Secuestro de la concesión**

El artículo 8.3.a del PLCF recoge la primera alternativa:

*“Salvo que las causas de resolución fuesen las previstas en el artículo 245.b) de la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público, acordar el secuestro de la concesión conforme a lo previsto en el artículo 234 de dicho texto legal a los solos efectos de satisfacer los derechos de los acreedores sin que el concesionario pueda percibir ingreso alguno”*

El secuestro de la concesión, según la remisión al artículo 245.b de la LCSP que realiza el PLCF, no sería aplicable a situaciones como la declaración de concurso o la declaración de insolvencia en cualquier otro procedimiento, de forma que se introduce una inconsistencia tratada en el siguiente punto.

---

<sup>46</sup> Dictamen Consejo de Estado 12 julio 1962 y 19 octubre 1989

El secuestro se regula de acuerdo al contenido del artículo 234 de la LCSP. Según este artículo, el órgano de contratación podría recurrir a esta medida en casos excepcionales en los que el concesionario no pudiera continuar explotando la infraestructura (*“por causas ajenas al mismo”*) o incumpliese gravemente sus obligaciones contraídas, pero en el caso analizado, vendría ocasionado genéricamente por *“los demás casos recogidos en esta ley con los efectos previstos en la misma”*.

Deben realizarse las siguientes consideraciones a propósito del secuestro de la concesión de obra pública:

- La Administración Pública podrá optar por el secuestro de la concesión, notificando previamente a la empresa concesionaria la decisión adoptada, aunque previamente deberá fijar un plazo para que el concesionario pueda resolver los motivos que hayan generado la decisión del secuestro, con el objeto de evitar el comienzo efectivo del mismo.
- El órgano de contratación de la Administración Pública competente se encargaría de la explotación directa de la infraestructura, percibiendo los ingresos generados por la misma. La ley no establece mayores límites a cómo deberá la Administración Pública gestionar la concesión de la infraestructura. De hecho, de forma explícita permite que la Administración Pública gestione directamente los propios medios del concesionario, en concreto *“el mismo personal y material del concesionario”*.
- El mismo órgano designaría un equipo de interventores que sustituirían, *“plena o parcialmente”*, al equipo gestor de la empresa concesionaria.
- La Administración Pública transmitirá al final del periodo de secuestro los saldos recibidos de la explotación de la infraestructura, una vez deducidos una serie de conceptos mencionados por la ley, como gastos, honorarios de los interventores designados por la administración, o las penalizaciones económicas impuestas por la Administración al concesionario.
- La ley establece el carácter temporal del secuestro, por un periodo máximo de tres años, incluidas las posibles prórrogas que la Administración pudiera añadir al periodo inicial de secuestro. Dado su carácter transitorio, tiende a constituir un paso previo a la



resolución del contrato de concesión de la infraestructura, si la empresa concesionaria no pudiera justificar el estar en condiciones de reanudar la normal explotación de la obra pública.

El elemento fundamental durante este proceso es que no se produce transmisión alguna del riesgo de gestión, pues la ley contempla que la Administración Pública explota directamente la concesión durante el periodo de secuestro *“por cuenta y riesgo del concesionario”*. Este precepto deja de tener sentido cuando se examina una concesión cuyos derechos de crédito han sido cedidos a un FTA. En este caso, los bonistas no son acreedores del concesionario, sino que pasan a convertirse en auténticos titulares de tales derechos, desplazando en su titularidad al concesionario. Bajo este fundamento legal, la explotación por parte de la Administración de una concesión en periodo de secuestro debe entenderse como por cuenta y riesgo del bonista, no del concesionario, en cuanto este último ha cedido al primero el interés económico sobre la concesión.

No son pocos los riesgos o incertidumbres que afrontaría el bonista en tal situación, como el retardo en los plazos o la posible ineficiencia en la explotación. Esta figura, que podría considerarse como una herencia en nuestro ordenamiento de planteamientos pasados, abre más interrogantes de los que pueda cerrar: ¿tiene medios directos la Administración para explotar la infraestructura?, ¿se encuentra plenamente en vigor el contrato de concesión durante esta fase?.

Por añadidura, la legislación no contempla en ningún momento los intereses del inversor, de hecho menciona a los “interventores públicos” como gestores de la concesión secuestrada, sin ningún procedimiento de participación del inversor. Esta realidad contrasta con las figuras ya estudiadas de administración extrajudicial en el Reino Unido. El aspecto positivo para el inversor es que permite al menos temporalmente garantizar la continuidad en la generación de ingresos, sin llegar aún a la resolución del contrato. En contraposición, el inversor carece de elementos para controlar la buena gestión de la infraestructura por la Administración. El artículo 234 de la LCSP menciona los mecanismos a disposición del concesionario en esta fase, tales como la audiencia o la petición de cese del secuestro, pero no da cabida a la voluntad del bonista.

Otro elemento negativo del secuestro es su potencial impacto negativo en un FTA en referencia a los plazos de repago de los bonos. Ante un plazo típico de vencimiento de unos bonos de titulización de veinte años, un secuestro puede representar un plazo máximo de tres años, que puede tener una repercusión económica negativa irrecuperable.

#### **8.6.2.2. Resolución del contrato y compensación al financiador**

El artículo 8.3.b del PLCF recoge la segunda alternativa posible en el caso de que se produzca causa de resolución imputable al concesionario:

*“Resolver la concesión, acordando con el representante de los acreedores la cuantía de la deuda y las condiciones en que deberá ser amortizada”*

Ésta es la única opción junto al secuestro de la concesión permitida por el PLCF (artículo 8.3) en el caso de que la causa fuese imputable al concesionario. Por su parte, el artículo 245.b de la LCSP, indica como causa de resolución *“la declaración de concurso o la declaración de insolvencia en cualquier otro procedimiento”*, si bien el tenor del artículo 246.2 aclara que la resolución es potestativa en el caso de declaración de concurso y obligatoria en el caso de declaración de insolvencia. Se produce aún así una cierta incertidumbre jurídica para el bonista según lo establecido por el artículo 8.3.b del PLCF y el artículo 245.b de la LCSP. En cualquier caso debe hacerse notar que la resolución del contrato de concesión en caso de declaración de concurso, incluso cuando potestativa, supone un menoscabo de los intereses del bonista, y es contrario al propio espíritu de la Ley Concursal, en el sentido de que ésta pretende facilitar la continuidad del negocio.

La resolución del contrato de concesión de obra pública queda regulada por el contenido de este contrato en la LCSP, de acuerdo a la especialidad concursal de la que gozan los contratos administrativos, pero conviene comparar qué establece la Ley Concursal para los contratos que carecen de esta especialidad. En efecto, la resolución de un contrato en caso de concurso de una de las partes tiene un significado diferente en el caso de la Ley Concursal.

Así, la potestad de resolución que la LCSP otorga a la Administración en caso de concurso del contratista no existe en el caso de contratos ajenos al ámbito de la Administración. Según el artículo 61.3 de la Ley Concursal, se tendrán por no puestas las cláusulas que establezcan la facultad de resolución o la extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso de cualquiera de las partes, en relación a la vigencia de contratos con obligaciones mutuas.

De igual modo, y de acuerdo al artículo 61.2 de la LC, la declaración del concurso, por sí sola, no afecta a la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte, si bien la administración concursal o el concursado, según la limitación a la capacidad del concursado acordada judicialmente, pueden solicitar la resolución del contrato si lo estimaran conveniente al interés del concurso.

Por lo tanto, debe considerarse que frente a la resolución del contrato de concesión por declaración de concurso del contratista, en otros contratos no administrativos sí se permite la continuidad de los contratos tras el concurso. Esta mayor desprotección en caso de concurso quedaría una vez más justificada por el interés público de los contratos, pero supone en cualquier modo una dificultad añadida para la deseada continuidad en la explotación de la infraestructura. En esta comparación entre las implicaciones de la declaración de concurso entre un contrato de concesión y un contrato no administrativo, debe tenerse en cuenta una matización importante: frente al sentido de la norma concursal para una empresa convencional en concurso, que en el desarrollo de su actividad generalmente obra multiplicidad de contratos, la actividad del concesionario descansa en su práctica totalidad en un contrato singular, el de concesión, que es el que de manera única otorga su razón de ser financiera y legal a la sociedad concesionaria. No puede por tanto tener la misma consideración en el concurso la continuidad o no de uno de esos múltiples contratos, frente a la continuidad del contrato que da sentido a la existencia de la sociedad.

En el caso de concurso, y tras la resolución del contrato de concesión, la ley contempla la posibilidad de un acuerdo entre la Administración y el representante de los acreedores (la Sociedad Gestora en el caso que nos ocupa), tanto en el importe de la deuda a percibir por los

bonistas, como en las condiciones de pago de la misma. No obstante, se trata de una negociación asimétrica, no entre iguales, pues el artículo 8.3.b del PLCF termina a renglón seguido concediendo a la Administración la potestad de resolver la concesión incluso a falta de acuerdo entre ambas partes.

En caso de falta de acuerdo, la ley establece un poder excesivo en manos de la Administración, que consistiría en obligar a llegar a un acuerdo forzoso, que la exonera de cualquier ulterior obligación económica, ofreciendo a los bonistas del FTA la menor de las dos cantidades siguientes:

- El importe de la indemnización que correspondiera al concesionario por aplicación de lo previsto en el artículo 247 de la LCSP sobre resolución del contrato de concesión.
- La diferencia entre el valor nominal de la emisión y las amortizaciones parciales que se hubieran producido.

Sobre la primera de estas dos cantidades, la estipulada para casos de indemnización, contemplaría el pago por la Administración de una cantidad igual a aquellas inversiones realizadas por el concesionario en concepto de expropiaciones, ejecución de obras y adquisición de bienes, ajustadas por su grado de amortización. Es positivo para los tenedores de los bonos de titulización que también el artículo 247 de la LCSP remarca la prioridad en el cobro de estas cantidades abonadas por la Administración, por delante del propio concesionario:

*“Si el concesionario hubiese contado entre sus recursos con financiación de terceros, sólo se le abonará el sobrante después de solventar las obligaciones contraídas con aquéllos”*

La redacción actual del artículo 8.3.b supone una mejora con respecto a lo que establece la LCC en el artículo 254.4b, que deducía de la cantidad objeto de indemnización las cantidades recibidas en concepto de pagos de interés, lo que suponía un claro menoscabo de la necesidad de actualización de los flujos monetarios recibidos en el tiempo.

Debe también mencionarse la ventaja que supone para los intereses de los bonistas el hecho de que el acuerdo para el pago de la cantidad que se determine, dejando aparte la mayor o

menor equidad en el cálculo de esta cantidad, se produciría de forma independiente al proceso concursal, mediante precisamente un acuerdo bilateral entre la Administración y para el caso de análisis, la sociedad gestora en representación de los bonistas del FTA.

En este último sentido, el bonista se encontraría en una situación privilegiada, que no inmune, al resto de acreedores del concesionario. Vázquez (2004) define este privilegio como un *“blindaje a los tenedores de títulos”*, aunque quizás sería más correcto rebajar tal término, en tanto el verdadero “blindaje” de los intereses de los tenedores de los títulos sería garantizarles el control de la gestión de la concesión llegado el momento del hipotético concurso de aquel concesionario del que son acreedores.

En definitiva, la resolución del contrato de concesión puede suponer un perjuicio para el bonista por los tiempos que cualquier procedimiento judicial conlleva. En la medida de lo posible, deben posibilitarse vías que permitan la continuidad del negocio concesional, especialmente en los casos en los que el bonista es parte igualmente afectada por una mala gestión del concesionario.

### **8.7. RECURSOS DE CONTROL EN MANOS DEL FINANCIADOR**

Nada menciona la ley a tal respecto, pero es evidente que el principal acreedor del concesionario en concurso será precisamente el financiador de la concesión que, en el caso de que se haya producido una titulización de los derechos de cobro de la infraestructura, será el titular de los bonos emitidos por el vehículo, el FTA. El bonista es, y como tal debe reconocerse, más el titular de los derechos que un acreedor del concesionario. Como ya se ha manifestado en esta Tesis Doctoral, el FTA tiene un carácter puramente instrumental, carente de personalidad jurídica (artículo 1.1 del Real Decreto 926/1998). Pero a su vez, la sociedad gestora del FTA actúa como representante legal de los bonistas, detentando *“la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos”* (artículo 12.1 del Real Decreto 926/1998). No puede existir por tanto mayor garantía jurídica para la financiación privada que el hecho de contemplar que tras el acaecimiento de un hipotético concurso del concesionario, gestor de la infraestructura por cuenta ajena pero no titular del interés económico de la misma, se le diese cabida a la Sociedad Gestora en la administración concursal o gestión transitoria (como el caso del secuestro) de la concesión, al menos con un

cierto peso decisorio, en la garantía de que de esta forma los bonistas tendrían desde el momento de la adquisición de los títulos la seguridad de que alguien puede velar por sus intereses tras el concurso del gestor. Posibilitar esta medida iría en la senda positiva para el desarrollo de la titulización ya analizada en el caso del Reino Unido, donde en definitiva el marco legal es tajante a la hora de dotar al financiador de poderes de gestión ante este tipo de situaciones límites, con el objetivo de inmunizar o al menos proteger a los bonos al lograr una continuidad en el repago de los mismos a pesar que se produjese la insolvencia del gestor original.

La Sociedad Gestora, según lo establecido en el artículo 8.2 del PLCF, está capacitada para actuar también como ese *“representante único ante la Administración”* en aquellas situaciones en las que, de acuerdo al contenido del artículo 11 del PLCF, se permite a los tenedores de los valores (los bonistas del FTA) equipararse en el derecho que la ley confiere al acreedor hipotecario, según la figura de la hipoteca de la concesión analizada en el siguiente punto. Este derecho consiste en la posibilidad de solicitar de la Administración un pronunciamiento sobre el acaecimiento de un deterioro considerable en el valor de la concesión que genere los derechos de cobro cedidos al FTA, siempre y cuando este empeoramiento sensible en el valor de la concesión de infraestructura se hubiese producido *“por causa imputable al concesionario”*.

En el caso de que la Administración accediese a realizar dicho pronunciamiento, la LCC contemplaba como siguiente paso, tras la audiencia preceptiva del concesionario, que posteriormente el representante legal (la Sociedad Gestora en este ámbito de estudio) solicite, tras el pronunciamiento positivo de la Administración sobre el empeoramiento sensible del valor de la concesión, una de las dos alternativas de actuación diferentes:

1. Acción administrativa (artículo 256): que dicha Administración competente imponga una serie de requisitos, que pueden ser acciones correctivas al concesionario con objeto de resarcir a los titulares de los bonos de titulización del daño infringido por la mala gestión del primero, o proteger a los bonistas mediante acciones preventivas si dicho daño aún no se ha producido. En todo caso, el texto de la Ley es meramente genérico (*“hacer o no hacer lo que proceda para evitar o remediar el daño”*).

2. Acción civil: En el caso de que renuncie a lo establecido en el punto anterior, se posibilita a la Sociedad Gestora en tanto representante legal de los titulares de los bonos de titulización a ejercer la denominada acción de devastación que contempla el artículo 117 de la Ley Hipotecaria, lo cual consistiría en la apertura de la vía judicial, mediante la cual, y en el caso de que finalmente un juez justifique la disminución del valor de la concesión por "*dolo, culpa o voluntad*" del concesionario, sería posible dictar una providencia judicial que obligase a dicho concesionario a emprender las acciones que la autoridad judicial entendiese como necesarias para recuperar el valor de la concesión. La acción de devastación, según el Derecho español, contemplaría en situaciones extremas la retirada de la gestión de la infraestructura al concesionario para establecer una administración judicial de la misma.

En contraste, el PLCF introduce en sus artículos 8 y 10 algunas importantes modificaciones con respecto a estos derechos que la LCC confiere a los titulares de los valores. La primera de estas modificaciones es en relación a la equiparación de derechos que la LCC contemplaba entre los titulares de los valores y los acreedores hipotecarios, que se plasmaba en la extensión a los primeros de la integridad del artículo 256 sobre derechos del acreedor hipotecario. El texto del PLCF, en su artículo 8.2 únicamente extiende a los titulares de los valores los derechos del acreedor hipotecario plasmados en el punto 3 del artículo 10, equivalente al artículo 256.3, y esto únicamente si se hubiese previsto expresamente la satisfacción de los derechos de los tenedores antes del transcurso del plazo concesional. Al deshabilitar los derechos establecidos en el artículo 256.1 y 256.2, los bonistas sin hipoteca sobre la concesión tendrían menor capacidad de acción en el texto del PLCF frente a la LCC:

1. Desaparece el recurso a la acción administrativa que acaba de describirse.
2. Desaparece el recurso a la acción de devastación, que por otra parte también deshabilita el PLCF para el acreedor hipotecario.
3. Desaparece el derecho a audiencia previo a la resolución del contrato para ofrecerse en subrogación del concesionario, en el caso de incumplimiento de las obligaciones de éste.

Pero en sentido contrario, el PLCF dota ahora al titular de los valores de los mismos derechos del acreedor hipotecario en el procedimiento de ejecución hipotecaria (artículo 11.1 y 11.2), salvo en el caso de subasta desierta o sin postores con autorización.

La derogada acción de devastación podía llegar a tener un alcance muy potente, otra cuestión más discutible sería la aplicación real de esta prerrogativa, habida cuenta de la falta de precedentes en España.

Cuando correspondiera la resolución del contrato de concesión de la infraestructura como consecuencia del incumplimiento de sus "*obligaciones contractuales esenciales*" por parte del concesionario (tal y como recoge el artículo 245.j de la LCSP sobre causas de resolución), la LCC otorga al titular de los bonos emitidos en la titulización de la infraestructura un derecho de tanteo, previa audiencia con la Administración, a efecto de subrogarse como nuevo concesionario en el contrato de concesión. En cualquier modo, la Administración siempre tendrá la última palabra para aceptar la propuesta de subrogación, bajo la nada desdeñable condición incorporada en el citado artículo de que considerase "*compatible tal ofrecimiento con el buen fin de la concesión*". Esta prerrogativa proviene de la equiparación de derechos que plantea la LCC en su artículo 254.3 entre el acreedor hipotecario y los titulares de los valores emitidos, con independencia de que no exista hipoteca sobre la concesión. Sin embargo, el texto del PLCF, al no igualar los derechos del acreedor hipotecario (artículo 10) con aquellos del titular de los valores respaldados por una concesión no hipotecada (artículo 8.2), termina por desactivar esta vía para el bonista.

Tanto la LCC como el PLCF sí que igualan al acreedor hipotecario con el bonista de una concesión no hipotecada en la facultad de solicitar compensación si la deuda no hubiera sido satisfecha al vencimiento. Para tal igualación, exige que se hubiera previsto expresamente la satisfacción de los derechos de los bonistas antes del transcurso del plazo concesional. En tanto el artículo 10.3 del PLCF hace referencia a que "*se hubiera previsto en la correspondiente escritura de constitución de hipoteca*", por analogía se entendería como cumplida si así hubiera sido reflejada en la escritura de constitución del FTA. En relación al contenido de esta compensación, establece la asignación de un porcentaje o cuantía de los ingresos obtenidos en la explotación de la concesión a la amortización de la deuda contraída. Esta posibilidad



tiene mayor sentido en el caso de financiación bancaria o a través de emisión de deuda corporativa, pero a priori resulta difícil intentar encontrar sentido a esta fórmula en el caso de una titulización de activos, donde contractualmente el concesionario se ha comprometido a cumplir unas reglas determinadas con el fin de proceder al repago de la deuda a través de las cantidades obtenidas de la explotación de la infraestructura. No obstante, podría ser este punto base legal para permitir la modificación de esta asignación de ingresos al FTA en caso de incumplimiento de los planes establecidos.

Finalmente, es interesante resaltar otra vía de compensación alternativa contemplada por el artículo 10.3 del PLCF, que debe entenderse como complementaria y no excluyente de la descrita en el párrafo anterior. Como la anterior, también necesitaría que la escritura de constitución del FTA la hubiera contemplado explícitamente. Consiste esta segunda vía en la facultad que otorga a los titulares de la emisión del FTA para solicitar a la Administración competente la explotación durante un periodo de tiempo preestablecido de *“todas o parte de las zonas complementarias de explotación comercial”*. En el caso de que dichas zonas complementarias ya estuviesen en explotación por una tercera parte, la ley establece la necesidad de notificar a dicha parte para que redirija los pagos que estuviesen comprometidos al concesionario hacia el nuevo acreedor, en este caso el FTA. De forma práctica, esta notificación debería incluir instrucciones a la tercera parte para que procediese a ingresar las cantidades establecidas en una cuenta bancaria que debería aparecer a nombre del FTA, condición necesaria para mitigar el ya estudiado riesgo de *commingling* en caso de concurso del cedente.

Si las anteriores alternativas parecen en primera instancia como altamente beneficiosas para la defensa de los intereses de los bonistas del fondo de titulización, la praxis puede resultar más complicada, a pesar de que no existen casos reales que puedan soportar esta aseveración. Si tal y como fue estudiado en el caso de la titulización corporativa en el Reino Unido, el marco legal británico posibilita a los llamados acreedores privilegiados a hacerse con la gestión del negocio sin mayor interferencia del resto de acreedores de la empresa, incluso mediante un procedimiento extrajudicial, la normativa española no otorga a los bonistas un poder equivalente, a pesar de las opciones alternativas que le reconoce el artículo 8.3 del PLCF. En España, y a la vista del funcionamiento de la normativa concursal, el FTA debería defender sus

intereses frente a los de otros acreedores con los que podría entrar en conflicto. Vázquez Lépinette corrobora esta duda, al afirmar que es incierto saber qué ocurriría en aquellos actos de los anteriormente citados como posibles soluciones permitidas al FTA, si fueran contrarios a los intereses económicos del resto de acreedores. En definitiva, el Derecho español protege pero no blindará a los bonistas frente a otras terceras partes con intereses económicos en la concesión.

Finalmente, a la hora de tratar los recursos en manos del financiador, el derogado artículo 263.4 de la LCC concedía una importante prerrogativa a las concesiones titulizadas, que podían aumentar el plazo concesional:

*“Los plazos fijados en los pliegos de condiciones podrán ser prorrogados potestativamente, más allá de los límites establecidos, hasta los 60 y 25 años, respectivamente, para restablecer el equilibrio económico del contrato o, excepcionalmente, para satisfacer los derechos de los acreedores en el caso en que los derechos de crédito del concesionario hayan sido objeto de titulización”*

Con la derogación de este precepto en la LCSP, desaparece una ventaja diferenciadora a favor de aquel inversor que financiase la concesión a través de una titulización de los derechos de cobro, frente a la financiación convencional. La modificación legal de la LCSP sobre la LCC no es beneficiosa a este respecto para los intereses de la titulización de concesiones.

## **8.8. LIQUIDACIÓN DEL CONTRATO**

El artículo 206 de la LCSP define como causas de la resolución del contrato *“la declaración de concurso o la declaración de insolvencia en cualquier otro procedimiento”*, de forma que adapta el contenido del artículo 113.2 de la LCAP (*“la declaración de quiebra, de suspensión de pagos, de concurso de acreedores o de insolvente fallido en cualquier procedimiento o el acuerdo de quita y espera”*) al nuevo marco concursal en España.

De cualquier modo, la LCSP establece de forma meridiana en su artículo 207 que la consecuencia de la fase de liquidación será la resolución del contrato que ligaba a la Administración concedente con el concesionario de la infraestructura. A pesar de esta claridad, algún autor como Vázquez (2004) introduce un interesante matiz a la hora de evaluar los

efectos de la declaración de concurso. Para el citado autor, existen dos juicios diferenciados que influirán en tales efectos:

- El juicio de imputación, según quién fuera la parte en el origen de la resolución
- El juicio de responsabilidad, según quién fuera la parte responsable de los daños derivados de la resolución

El juicio de imputación se referencia en el artículo 207.2 de la LCSP, mientras el juicio de responsabilidad (o lo que es lo mismo, la determinación de culpabilidad) se contempla en el artículo 208.4. El juicio de responsabilidad le corresponde a la Administración concedente, mientras el de culpabilidad le corresponde al juez concursal. Sobre este último punto, la Ley Concursal establece en su artículo 172 que una sentencia judicial deberá declarar el concurso como fortuito o como culpable, y el segundo caso acarrearía *“la pérdida de cualquier derecho que las personas afectadas por la calificación o declaradas cómplices tuvieran como acreedores concursales o de la masa”*. Debe tenerse presente que si la insolvencia del concesionario de la infraestructura fuera en tal sentido considerada como culpable y no fortuita, se produciría la pérdida de la garantía definitiva.

### **8.9. ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE SITUACIONES DE DESEQUILIBRIO CONCESIONAL**

Tras el desarrollo legal contemplado en este Capítulo, este último punto tiene como objetivo aportar una visión práctica sobre cómo ha optado la Administración Pública por resolver en el pasado situaciones extremas que afectaban a empresas concesionarias de obras públicas en España.

Destaca en primer lugar la opción de fusionar empresas concesionarias en dificultades, como es el caso de los siguientes tres ejemplos:

- Fusión por absorción de ACESA y Autopista de Enlace, C.E.S.A, titular de la concesión del tramo Montmeló-el Papiol (1979).
- Fusión por absorción de ACESA y Autopistas de Cataluña y Aragón, C.E.S.A., titular de la concesión del tramo Zaragoza-Mediterráneo de la autopista del Ebro (1984).
- Fusión por absorción de AUMAR y Bética de Autopistas, C.E.S.A. (1986).

También existe precedente de extinción de mutuo acuerdo, como es el caso de Autopista Vasco-Montañesa, titular de la concesión administrativa de construcción, conservación y explotación del itinerario Bilbao-Santander (R.D. 1888/1981).

La crisis del crudo de los años setenta también afectó negativamente a las concesiones de autopistas de peaje en España, con unos tráficos muy por debajo de las previsiones. Tres de las sociedades concesionarias más afectadas fueron las siguientes:

- Autopistas del Atlántico, C.E.S.A. (O.M. 11 mayo 1973)
- Autopista Astur-Leonesa, C.E.S.A. (O.M. 23 diciembre 1974)
- Autopista de Navarra, C.E.S.A. ( Decreto Ley 7/1972)

Las tres empresas concesionarias, tras diferentes refinanciaciones de la deuda en el mercado exterior, se enfrentaban a comienzos de los años ochenta a una situación crítica para su continuidad. La deuda global de las tres compañías ascendía en 1984 a 156.000 millones de pesetas.

Ante esta situación, el Estado decidió finalmente la adquisición de la totalidad de las acciones representativas del capital de la Autopista Astur-Leonesa y la Autopista del Atlántico (Real Decreto-ley 6/1983, de 23 de noviembre), así como el 50% de la Autopista de Navarra (el 50% restante pasaría a la titularidad de la Diputación Foral de Navarra) por el Real Decreto-Ley 5/1984, de 9 de mayo. El coste de la adquisición coincidía con el desembolso efectivamente realizado por los socios de las empresas concesionarias.

En el caso de la Autopista de Navarra, el R.D.L. 5/1984 argumenta la actuación en los *“momentos de crisis que han requerido el auxilio de la Diputación Foral -que es la Administración concedente- y de la propia Administración del Estado -implicada como avalista, al igual que aquélla-, así como la evidencia de que se producirán mayores y más graves problemas en un futuro inmediato, si no se actúa rápidamente y con decisión”*.

El rescate de este grupo de concesiones lleva a la creación de la Empresa Nacional de Autopistas, S.A. según autoriza el R.D. 302/1984, de 25 de enero, y mediante la que, a juicio de la Administración, *“se logran armonizar las exigencias del interés general y la necesaria*

*agilidad en la gestión, lo que en definitiva redundará en una mayor eficacia en el manejo de los recursos que sean asignados, sin merma del control estricto de su aplicación”.*

El mismo R.D. emplea palabras contundentes a la hora de definir la política de provisión de infraestructuras de Administraciones precedentes, de diferente signo político, a las que se culpa del resultado final por improvisación y planeamiento incorrecto: *“En España el fracaso de la política seguida en los últimos años en esta materia se presenta con perfiles graves, no sólo por razones análogas a las expuestas, sino como consecuencia de unos planteamientos erróneos, al abordarse inicialmente la construcción de estas vías, que dieron lugar a la fijación de unos objetivos inadecuados y, por lo mismo, al desarrollo parcial y poco coherente de unos planes en buena medida improvisados”.*

El ejercicio 1984, el primero tras la intervención del Estado, se cerraría con unas pérdidas de Autopista Astur-Leonesa y de Autopista del Atlántico de 10.567 millones de pesetas, según las cuentas de explotación de éstas. Dichas pérdidas motivaron la concesión de una primera ayuda pública mediante un crédito extraordinario de 5.810,2 millones de pesetas (Ley 6/1986, de 15 de enero).

La experiencia de esta intervención pública en el sector concesional concluiría en el año 2003 con la privatización de la Empresa Nacional de Autopistas.

Una de las consideraciones que pesó en esta actuación pública fue la conveniencia de no provocar un impago de la deuda adquirida por inversores extranjeros, en la medida en que hubiese provocado un riesgo reputacional del país en los mercados internacionales. De esta forma, puede entenderse como una actuación para dar muestra de la estabilidad aportada por el Estado.



## **BLOQUE IV: RESULTADOS**

---





# CAPÍTULO 9: PROPUESTAS PARA LA TITULIZACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS EN ESPAÑA

---

## 9.1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este último Capítulo es extraer una serie de recomendaciones que, como resultado del análisis llevado a cabo a lo largo de la Tesis Doctoral, puedan servir para facilitar la práctica de la titulación de activos como herramienta para la financiación de infraestructuras en España.

En la medida en que el análisis ha cubierto diferentes perspectivas de la titulación (normativa, financiera, presupuestaria...), las siguientes recomendaciones tienen igualmente vocación de mejora de estos diversos campos del análisis.

Se pretende por tanto con las siguientes recomendaciones aportar una serie de medidas cuya puesta en práctica permita la superación de algunas de las dificultades que han sido identificadas a lo largo de la Tesis Doctoral, y que en la actualidad puedan representar obstáculos al desarrollo de esta técnica financiera.

Buena parte de estas recomendaciones se articulan en relación al contenido del PLCF, cuya tramitación está resultando demasiado prolongada en el tiempo. La falta de consenso es una de las causas para el retraso en su aprobación, pero en cualquier caso ha perjudicado las necesidades urgentes del sector. Desde una perspectiva práctica, el retraso no ha supuesto un perjuicio a la financiación de nuevas concesiones, debido a la inexistencia de procesos de licitación en el presente. Pero por otro lado, una entrada en vigor con anterioridad sí podía haber redundado en el beneficio de otro tipo de actividades no reguladas por el contrato de concesión, y que han quedado finalmente excluidas del ámbito contractual de la norma.

Las recomendaciones aportadas por esta Tesis Doctoral tendrían como referentes los siguientes aspectos:

- Hipoteca de la concesión
- Derecho de control por parte del financiador
- Continuidad del contrato ante el concurso del concesionario
- Otorgamiento de avales públicos
- Ámbito contractual de aplicación
- Indemnizaciones al financiador
- Adecuación del marco legal de la titulación
- Emisiones conjuntas

## 9.2. HIPOTECA DE LA CONCESIÓN

La hipoteca sobre el derecho real que supone un contrato de concesión de obra pública es una figura muy arraigada en nuestro marco legal, si bien aún escasamente llevada a la práctica.

La hipoteca de la concesión, lejos de ser interpretada como una alternativa a la titulación, puede convertirse en una garantía adicional que aporte mayor seguridad jurídica al bonista si el concesionario hipotecase los derechos reales cedidos a un FTA. Puede entenderse por tanto como un segundo nivel de garantía jurídica del bonista sobre los derechos de crédito de la concesión.

El artículo 334 del Código Civil caracteriza como bienes inmuebles las concesiones administrativas de obras públicas, así como las servidumbres y demás derechos reales sobre bienes inmuebles. Por extensión, el artículo 107 de la Ley Hipotecaria, Texto Refundido según Decreto de 8 de febrero de 1946, admite la hipoteca sobre concesiones administrativas. Siendo el derecho de hipoteca de inscripción constitutiva, ha de tener constancia en escritura pública inscrita en el Registro de la Propiedad.

Durante la discusión de la actual LCSP, el Consejo de Estado ya se pronunció en el sentido de que las concesiones administrativas constituyen para el particular un derecho real administrativo que, como tal, goza de un valor patrimonial y por tanto ha de ser susceptible de

tráfico jurídico privado<sup>47</sup>. Esta opción quedaría finalmente reconocida en la LCSP como el derecho del concesionario a hipotecar la misma, previa autorización del órgano de contratación.

El origen de la hipoteca sobre una concesión de obra pública no es ni mucho menos nuevo. Ya en el S.XIX la Ley Hipotecaria de 1861 contempla en su artículo 107.6 lo siguiente:

*“Podrán hipotecarse, con las restricciones que a continuación se expresan: los ferrocarriles, canales, puentes y otras obras destinadas al servicio público, cuya explotación haya concedido el Gobierno por diez años o más, pero quedando pendiente la hipoteca que sobre ellos se constituya de la resolución del derecho del concesionario”*

A este respecto, comentan Pantoja y Lloret (1861):

*“Cuando uno es considerado como propietario de una cosa por concesión del Gobierno, y por tiempo determinado, que ha de ser de diez o más años, como por ejemplo, de ferrocarriles, caminos, canales, puentes etcétera, pueda constituir hipoteca por todo el tiempo que reste de disfrute en dicha propiedad; pues si razón hay para que se conceda este derecho al usufructuario de una finca que, por lo regular, si busca dinero a crédito no suele ser ciertamente para mejorar una posesión que sabe ha de pasar a otro, con más motivo debe concederse a los dueños de caminos, canales etcétera, que naturalmente lo suelen buscar para llevar adelante la empresa, sin cuyo recurso a veces no sólo se dañaría a los propietarios, sino que también se perjudicaría al público”*

El PLCF otorga mayor profundidad a la hipoteca de la concesión, según lo desarrollado en su Capítulo II (artículos 9 al 12). Es necesario realizar las siguientes apreciaciones sobre el contenido del PLCF en relación a la hipoteca de la concesión:

1. El desarrollo de esta nueva legislación para el ámbito exclusivo de los contratos de concesión de obra pública resta la posibilidad de extender esta garantía legal para el acreedor a otras figuras de la LCSP como es el caso del contrato de colaboración entre el sector público y el sector privado, o el contrato de gestión de servicios públicos. De

---

<sup>47</sup> Informe del Consejo de Estado al Anteproyecto de Ley Reguladora de la Concesión de Obras Públicas no. 3.375/2001, de 5 de diciembre de 2001.

tal forma, se impide el recurso a un instrumento como la hipoteca de derechos reales que podría de esa forma ayudar a la financiación de otras actividades relacionadas con el sector de las infraestructuras, no necesariamente reguladas mediante contrato de concesión. A tal fin, sería previamente necesario actualizar el contenido del artículo 107 de la Ley Hipotecaria con las nuevas formas de colaboración público-privadas para así extender el alcance de derechos que puedan ser objeto de hipoteca, más allá de la concesión administrativa.

2. El PLCF no admite la hipoteca de la concesión en garantía de deudas que no guarden relación con la concesión correspondiente, de forma que circunscribe la hipoteca a obligaciones relacionadas con la financiación de la concesión. Aunque no se trata de una novedad, pues así se encontraba ya previsto en el artículo 255 de la LCC, su limitación a efectos prácticos resta aplicabilidad a esta técnica. No existe razón en el tráfico jurídico privado para que el concesionario pudiera hipotecar una concesión de obra pública libre de carga financiera, con el objeto de poder hacer líquido en un momento dado el flujo de fondos previsto hasta el fin de la concesión.
3. Existe un cambio importante y positivo entre el PLCF y la LCC en lo referente a la autorización administrativa de la hipoteca de la concesión, ya que mientras la LCC optaba por el silencio administrativo negativo en el plazo de un mes, el PLCF modifica esta situación por el silencio administrativo positivo en el mismo periodo de tiempo, con la consiguiente reducción de incertidumbre para el petionario. Igualmente la Administración sólo podrá denegar su autorización cuando el buen fin del contrato u otra razón de interés público relevante lo justifiquen o cuando se incumpla el plan económico-financiero presentado por el concesionario. Cualquier medida que ayude a reducir la incertidumbre administrativa es positiva para incentivar la participación del inversor en el mercado español.
4. Las facultades de indemnización que el artículo 10.3 del PLCF garantiza al acreedor hipotecario sólo son ejercitables si así se hubiera previsto en la correspondiente escritura de constitución de hipoteca. Antes de comenzar el procedimiento de ejecución hipotecaria, el bonista tiene derecho a recibir aquellas cantidades que la Administración tuviese que hacer efectivas al concesionario, como por ejemplo indemnizaciones. Por

otra parte, podrá solicitar la explotación de la actividad comercial complementaria, o la notificación para la redirección de los pagos al acreedor en substitución del concesionario en el caso en que sea explotada por una tercera parte. No obstante, la normativa requiere que estos derechos estén explícitamente recogidos en la escritura de constitución de la hipoteca. Es por ello imprescindible una cuidadosa recopilación previa de los derechos que corresponderán al bonista, debiendo ser plasmados en la escritura pública, a riesgo para el acreedor hipotecario de perder su derecho a los mecanismos compensatorios en caso de omisión en dicha escritura.

Como ya se ha señalado en varias ocasiones, una de las principales ventajas de este tipo de instrumentos es que se intenta garantizar la continuidad de la actividad en el negocio, desligando el devenir de la empresa concesionaria de la concesión en sí, de forma que el acreedor tenga un recurso directo sobre la gestión del activo en caso de que el concesionario afronte dificultades.

Igualmente debido a lo anterior, y a pesar de las ventajas del otorgamiento de hipoteca, sería recomendable evitar en la medida de lo posible la ejecución hipotecaria, al tratarse de un procedimiento que consume elevados recursos, tanto en costes como en plazos de ejecución. En este sentido, es positivo el cambio que introduce el artículo 10.1 sobre derechos del acreedor hipotecario con respecto a la LCC, al eliminar la acción de devastación prevista por el artículo 117 de la Ley Hipotecaria.

En relación a la propia ejecución hipotecaria, y a pesar de estar regulada por el artículo 11 del PLCF (tratado en el Capítulo 8), se antoja como demasiado vaga para entender su funcionamiento en la práctica. Si la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil dedica dieciocho de sus artículos al procedimiento de ejecución hipotecaria (artículos 681 al 698 de su Capítulo V, de las particularidades de la ejecución sobre bienes hipotecados o pignorados), puede entenderse la insuficiente concreción aportada por el artículo 11 del PLCF, más aún cuando la especialidad del régimen administrativo aplicado a la concesión hace aún más complejo el procedimiento a seguir, con actuación directa de la Administración Pública en el mismo.

Tal como se analizó en el Capítulo 8, y como se retomará a continuación en este punto, el PLCF acaba con la equiparación de derechos reconocidos a acreedores hipotecarios frente a los tenedores de títulos que carezcan de hipoteca frente a la concesión. Pero curiosamente, uno de los pocos aspectos donde el PLCF iguala a ambos es en los derechos en caso de ejecución hipotecaria, según el contenido de su artículo 11.1 y 11.2. No deja de parecer una fórmula singular que el tenedor de los títulos pueda participar en un procedimiento de ejecución hipotecaria cuando no existe hipoteca sobre la concesión, sino cesión de los derechos de crédito al FTA.

El valor de los derechos contemplados en este artículo 10 del PLCF radica más en permitir al acreedor elevar a la Administración competente las medidas correctoras que considere oportunas en la gestión de la concesión con el objeto de salvaguardar sus intereses económicos.

La hipoteca de la concesión puede ser muy positiva para garantizar la defensa de los intereses del bonista, fortaleciendo la necesaria seguridad jurídica que se propugna en esta Tesis Doctoral. No obstante, se hace necesario que esta facultad sea efectiva también en la práctica, lo que hace necesario comprometer un diálogo efectivo entre Administración concedente y la sociedad gestora del fondo de titulización, en su función de representante legal de los bonistas. Deberán por tanto formalizarse cauces adecuados de comunicación, en los que la Administración debe ejercer de forma eficiente como agente transmisor, ordenando al concesionario la adopción de aquellas medidas sugeridas por el inversor. Esta eficiencia dependerá en buena medida de los tiempos de respuesta a las solicitudes del bonista.

Este cauce administrativo debería en buena medida reservarse a aquellas situaciones donde hubiese fracasado el contacto directo previo entre concesionario y bonista, siempre deseable y preferible, pero potencialmente infructuoso. Por ello, debe aportarse al bonista esta segunda vía de acción a través de la intervención coercitiva de la Administración.

Igualmente, sería aconsejable reducir el gravamen de la hipoteca de la concesión, para garantizar la eficiencia económica de esta garantía, y que su coste financiero no diluya sus ventajas.

En caso de ejecución, según de nuevo el artículo 11 del PLCF, el procedimiento de subasta sólo considera el montante de la oferta económica, no entrando en consideración ningún otro criterio normalmente existente en una licitación convencional. De esta forma podría distorsionarse el resultado de la adjudicación del contrato por vía de subasta en ejecución hipotecaria, al ignorar consideraciones técnicas.

Tal como ha sido analizado en el Capítulo 8, el PLCF supone una modificación respecto al contenido de la LCC en relación a los derechos del tenedor de los títulos emitidos, según éste tenga garantía hipotecaria sobre la concesión o no. Así, la LCC confería al bonista los mismos derechos que tendría un acreedor hipotecario sobre la concesión, extendiendo a ambos el contenido íntegro del artículo 256. El PLCF, por motivaciones desconocidas, deshabilita al bonista que no cuente adicionalmente con hipoteca sobre la concesión de los derechos contemplados en el artículo 256.1 y 256.2, plasmados ahora en el artículo 10.1 y 10.2. Las dos consecuencias prácticas de este cambio se detallan a continuación.

En primer lugar, el bonista carecerá del recurso de pronunciamiento con el que cuenta el acreedor hipotecario. Esta facultad consiste en la posibilidad de que la Administración concedente se pronuncie sobre el deterioro de la concesión por causa imputable al concesionario. En la práctica, este recurso posibilitaba que la Administración forzase al concesionario, como gestor por cuenta ajena, a adoptar las medidas correctoras que considerase conveniente para evitar el perjuicio a los intereses del bonista.

En segundo lugar, el bonista ya no tendrá la misma facultad del acreedor hipotecario para poder solicitar la subrogación en la posición del concesionario en caso de incumplimiento de alguna de las obligaciones de éste. Esta facultad, que puede denominarse derecho de tanteo, estará por tanto a disposición del bonista únicamente si fuera así mismo acreedor hipotecario de la concesión.

Por todo lo anterior, el PLCF introduce un menoscabo en los derechos del bonista frente a los que confiere al acreedor hipotecario, en contra de lo que ha sido lo contemplado hasta ahora por la LCC. Es por tanto conveniente que el marco legal vuelva a equiparar los derechos, con independencia de que exista o no hipoteca sobre la concesión, a riesgo de hacer obligatoria la hipoteca de los derechos para lograr suficientes garantías jurídicas para el inversor.

### 9.3. DERECHO DE CONTROL EN LA GESTIÓN DE CONTRATOS CON EL SECTOR PÚBLICO

Tal como se demostró en el análisis de las titulaciones corporativas en el Reino Unido, una de las principales ventajas que pueden aportar este tipo de instrumentos financieros es la de dotar al acreedor del derecho a controlar la gestión del negocio (*"true control"*) bajo ciertos escenarios perfectamente delimitados. Este derecho confiere al bonista una mayor seguridad respecto a cómo podrán atajarse los posibles problemas que afronte el negocio titulado, y en consecuencia facilita el desarrollo de este tipo de operaciones financieras, en tanto aleja la incertidumbre asociada a escenarios en los que el negocio quede bajo la tutela judicial. Dentro de los derechos de control, sobresale el *"step-in right"* o derecho de la parte acreedora a sustituir al deudor en la gestión del negocio.

No puede olvidarse que buena parte del éxito en el desarrollo de los mercados de capital depende de lo atractivo que pueda resultar para el inversor, especialmente extranjero, los derechos que la normativa nacional le confiera. Debe quedar claro que todas las medidas que se implanten para aumentar la seguridad jurídica de los bonistas mediante el recurso al control del negocio, redundarán en una mayor facilidad para captar fondos. Por el contrario, una normativa que limite rígidamente los derechos de control del inversor dificultará el atractivo de colocación o *"marketability"* de las emisiones, dificultando el éxito en la captación de inversores institucionales. Del mismo modo, los emisores deben saber explicar a los inversores los derechos que les confiere la normativa legal. Se trata, en suma, de lograr no sólo la aportación de fondos de un determinado inversor en un proyecto concreto, sino de lograr su participación continuada en financiaciones de proyectos futuros. Todo ello, en un entorno de competencia con otros países a nivel mundial, con el mismo objetivo que nuestro país por captar financiación para sus infraestructuras públicas. Se trata, en suma, de lograr la *"fidelización del inversor"*. El legislador debe tener presente este principio básico a la hora de regular los mercados de capital en España.

Igualmente, se mostró cómo el Derecho Concursal español es con carácter general mucho menos flexible a estas soluciones extrajudiciales que el británico. No obstante, y de manera paradójica, esta realidad cambia si se analiza específicamente el caso del marco concesional español que, debido a su relativa especialidad respecto a aspectos concursales y su carácter



de contrato del sector público, contempla peculiaridades en el caso de la hipoteca de la concesión.

En un primer nivel de control (plasmado en el artículo 10.1 del PLCF), que podría denominarse de medidas preventivas o previas, al acreedor hipotecario se le reconoce el derecho a solicitar a la Administración Pública contratante que ordene al concesionario la ejecución de las medidas que considere para evitar el detrimento de sus intereses como acreedor, pudiendo llegar el incumplimiento de estas medidas incluso a causar la resolución de la concesión.

Estos mecanismos preventivos podrían reforzarse si se incorporase como prerrogativa y derecho del órgano contratante, en el listado del artículo 232 de la LCSP, el derecho a solicitar al concesionario el cumplimiento de las peticiones del bonista. De esta forma, el inversor tendrá mayor seguridad jurídica sobre que la Administración concedente podrá realizar una función de “correa transmisora” de las medidas apuntadas al concesionario por el inversor, con el peso añadido de las facultades coercitivas de la Administración.

En caso de que el primer nivel resultase infructuoso, el PLCF establece un segundo nivel que reconoce la prerrogativa del acreedor hipotecario para subrogarse en la posición del concesionario (plasmado en el artículo 10.2 del PLCF). Como fue señalado en el punto anterior, esta facultad estaría limitada al caso de bonistas que disfrutasen de hipoteca sobre la concesión. Pero incluso para esta situación, se limita esta posibilidad al caso en que la resolución del contrato haya sido originada por “*causa imputable al originario*”. Este concepto no aparece claramente tasado ni tan siquiera en el artículo 245 de la LCSP, y la determinación de qué es una causa imputable al originario puede ser difícil de delimitar y generar una incertidumbre jurídica no deseable, a pesar del análisis esclarecedor de Barrero (2007). De esta forma, sería conveniente abrir el derecho a la subrogación a cualquier causa de resolución, con independencia del origen de la misma, de forma que se eliminase la incertidumbre en la determinación de su naturaleza, y se fortaleciese el derecho de sustitución o “*step-in right*” del acreedor hipotecario como nuevo titular de la concesión de obra pública. De lo contrario, se corre el riesgo de que, a pesar de estar contemplado por la ley, la suma de condicionantes (existencia de hipoteca, resolución por incumplimiento del concesionario...) terminen por hacer imposible en la práctica la subrogación del inversor en el lugar del concesionario.

A pesar de que el PLCF no concreta más, debe interpretarse que la figura de la subrogación conlleva respetar escrupulosamente las condiciones, tanto financieras como de explotación, en las que el concesionario estaba prestando el servicio en el momento en el que se produce la subrogación. Cualquier cambio en estas condiciones que resultase perjudicial para el acreedor subrogado iría en contra de la lógica de este precepto, con lo cual esta condición debería incorporarse al contenido de dicho artículo 10.2 del PLCF.

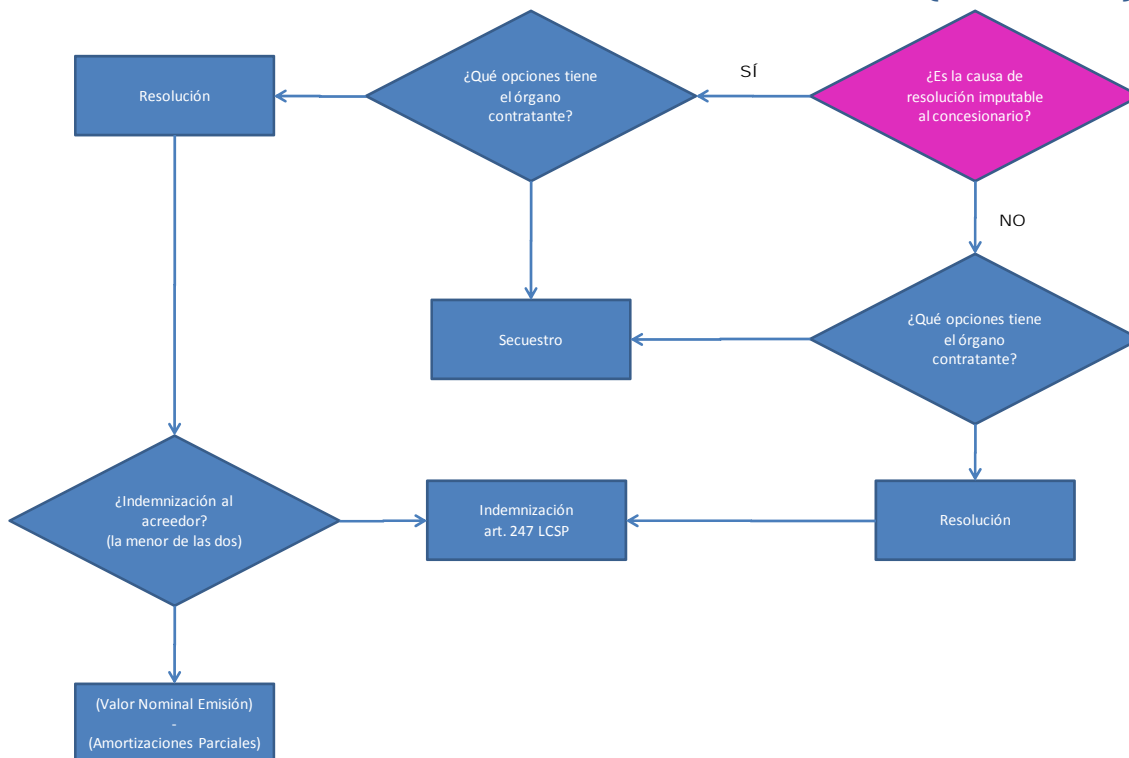
El tenor del PLCF sobre subrogación del acreedor como nuevo concesionario tampoco exigiría que fuese la propia figura jurídica del acreedor, una entidad financiera, la que prestase el servicio directamente, pues permite que se trate de empresas participadas por éste. Es más, en tanto el PLCF no exige mayor requerimiento sobre participadas, estaría acorde con la Ley que el acreedor pudiera subrogarse mediante cualquier sociedad en la que contara con una participación minoritaria.

Como muy positiva puede calificarse la vía previa a la resolución de la hipoteca que establece el artículo 10.3.b del PLCF, que ofrece al acreedor hipotecario la explotación durante un determinado período de tiempo de todas o de parte de las zonas complementarias de explotación comercial de la concesión de obra pública, en el caso de que la obligación garantizada no hubiera sido satisfecha total o parcialmente al tiempo de su vencimiento. Como ya fue mencionado con anterioridad, la prerrogativa es factible si esta posibilidad ha sido convenientemente desarrollada en la escritura de constitución, de lo cual puede entenderse que su no mención en el documento público privaría al acreedor de este derecho de explotación.

Queda por tanto demostrado cómo la Ley protege los intereses de los acreedores hipotecarios de concesiones de obra pública, que recoge el PLCF en su artículo 10. Pero a su vez, introduce una gran discriminación con respecto a los bonistas de fondos de titulización que no disfruten de garantía hipotecaria sobre la concesión. Para éstos, es elocuente señalar que no existe un artículo en el Capítulo I (Emisión de Valores Negociables) sobre los derechos del tenedor de los valores que sea equivalente al que sí existe en el Capítulo II sobre derechos del acreedor hipotecario. Ninguna de las vías preventivas que el PLCF ofrece a los acreedores hipotecarios, según se acaban de mostrar, se ponen a disposición de los acreedores no

hipotecarios del Capítulo I, que en consecuencia carecen de derecho de audiencia, posibilidad de subrogación en la posición del concesionario o posibilidad de explotar las zonas comerciales complementarias de la concesión. Por el contrario, el artículo 8, en sus puntos 3 y 4, únicamente ofrece medidas de carácter resolutorio, tal como representa la Figura 9.1.

**Figura 9.1: Esquema de opciones para el bonista ante el acaecimiento de causas de resolución de la concesión (art. 8 PLCF)**



*Fuente: elaboración propia*

Se observa en el esquema anterior cómo desaparecen todos los procedimientos de audiencia, compensación mediante explotación de zonas comerciales etc. que sí se le reconocen al acreedor hipotecario en el Capítulo 2 del PLCF.

Ante esta situación, y si no se produjese ningún cambio al actual texto del PLCF, queda de manifiesto que la posibilidad de hipotecar la concesión otorgará, caso de llevarse a cabo, más seguridad jurídica al bonista para el control del negocio concesionado, privilegios que desaparecerán en el caso de que el bonista carezca de garantía hipotecaria. Por el contrario, comparando ambas posibilidades, la garantía hipotecaria supondrá un coste adicional para el bonista inexistente en el caso de que los derechos reales no sean objeto de hipoteca.

Por añadidura, ninguno de los procedimientos de control en manos del bonista están disponibles en el caso de negocios relacionados con las infraestructuras pero no regidos por contratos de concesión. Especialmente discriminatorio resulta para los contratos de colaboración entre el sector público y el sector privado, cuyo ámbito de negocio no tiene por qué ser consustancialmente diferente a los negocios objetos de concesión. Otros contratos, como el de gestión de servicio público, podrían igualmente beneficiarse del recurso a los mercados de capital si el marco legal extendiese los derechos del inversor en emisiones donde los derechos de crédito no sean generados por un contrato de concesiones.

#### **9.4. CONTINUIDAD DEL CONTRATO ANTE EL CONCURSO DEL CONCESIONARIO**

Uno de los principios centrales que han quedado de manifiesto a lo largo de esta Tesis Doctoral es la necesidad de garantizar la continuidad en la explotación de la infraestructura con independencia del devenir del concesionario, que no es sino un gestor por cuenta ajena en este tipo de estructuras. Este mismo principio puede ser interpretado como la necesidad de establecer en el marco legal los necesarios mitigantes que reduzcan, en la medida de lo posible, el riesgo de interrupción en la gestión de la infraestructura. Cualquier interrupción o gestión poco eficiente de ésta tendrá como consecuencia una reducción en los flujos monetarios empleados en el repago de la deuda, con el consiguiente menoscabo de los intereses de los bonistas.

De forma complementaria a los derechos de control contenidos en la recomendación previa, es necesario replantear la cuestión de la resolución del contrato de concesión ante la declaración de concurso que indirectamente determina el artículo 8.3.a del PLCF. Tal como fue objeto de análisis en el Capítulo 8, dicho artículo fuerza a la obligatoria resolución del contrato de concesión en el caso de declaración de concurso o declaración de insolvencia en cualquier otro procedimiento del concesionario. Esta resolución forzosa no es acorde al espíritu de la Ley Concursal, que pretende facilitar la continuidad del negocio tras dicha declaración de concurso. Según el artículo 61.3 de la Ley Concursal, se tendrán por no puestas las cláusulas que establezcan la facultad de resolución o la extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso de cualquiera de las partes, en relación a la vigencia de contratos con obligaciones mutuas. De igual modo, y de acuerdo al artículo 61.2 de la LC, la declaración del

concurso, por sí sola, no afecta a la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte, si bien la administración concursal o el concursado, según la limitación a la capacidad del concursado acordada judicialmente, pueden solicitar la resolución del contrato si lo estimaran conveniente al interés del concurso. A pesar de que estas consideraciones obvian las facultades de resolución con las que cuenta la Administración en el caso de contratos administrativos motivadas por el interés público, al menos queda clara la voluntad de la ley de no forzar la resolución de este tipo de contratos ante la declaración de concurso.

Pero es que tampoco es congruente la resolución forzosa con la especialidad concursal que impregna la LCSP, en tanto su artículo 246.2 sólo contempla la resolución obligatoria en el caso de *“la apertura de la fase de liquidación del concurso”*.

Así, los bonistas se encuentran en una situación de desprotección en caso de concurso del concesionario, situación que significa una dificultad capital para la deseada continuidad en la explotación de la infraestructura. Aún no obviando que debe prevalecer el interés público de este tipo de contratos, no debería existir impedimento para acomodar el PLCF al contenido del artículo 246.2 de la LCSP, de forma que la declaración de concurso del concesionario no conlleve automáticamente la resolución de la concesión. Así, el PLCF debe subrayar que la declaración de concurso es sin duda posible causa de resolución, pero siempre a título potestativo de la Administración concedente. El PLCF debería limitar la resolución automática a la declaración de insolvencia del concesionario, y aún así, respetando la audiencia previa a los bonistas que se propone a continuación.

En el caso concreto que nos ocupa, la emisión de títulos respaldados por los derechos de crédito de la concesión, debería establecerse una garantía jurídica más sólida para los bonistas en el caso del acaecimiento del concurso del concesionario. En tanto la concesión de obra pública se entiende como *intuitu personae*, el concurso del concesionario podrá afectar el devenir de un FTA, pero al menos es recomendable que el PLCF contemple mecanismos previos de audiencia a los bonistas, representados por la sociedad gestora del FTA. En esta audiencia, en todo caso previa a la resolución potestativa del contrato, la Administración deberá escuchar la posición de los bonistas, verdaderos titulares de los derechos de crédito de la

concesión, y fundar su decisión final también en la postura de éstos. A priori, podrían presentarse situaciones donde los bonistas defendiesen la resolución del contrato, o por su continuidad.

En el caso final de resolución del contrato, otra de las cuestiones que deberían haber sido abordadas en el PLCF son los plazos máximos que pueden permitirse hasta la entrada en vigor del nuevo contrato de concesión. Cualquier demora en los plazos legales, o la omisión del órgano contratante en la toma de una decisión definitiva, impactará de forma negativa en los intereses del inversor.

### **9.5. EMISIÓN BAJO AVAL PÚBLICO**

Tal como se demostró en el apartado 6.6.1, la principal vía que permanece abierta en la actualidad a la garantía de emisiones de valores es el aval público. No se trata de una herramienta novedosa en España, donde ya la Ley 8/1972, de 10 de mayo, de construcción, conservación y explotación de autopistas en régimen de concesión apelaba al *“aval del Estado para garantizar los recursos ajenos procedentes del mercado exterior de capitales, aplicados a los fines de la concesión”*, determinando para cada caso concreto la cantidad que el Estado debería avalar durante la total gestión del concesionario. Es ahora el PLCF, en su artículo 2, el que permite que operaciones de crédito concertadas en el interior o exterior por los concesionarios de obras públicas cuenten con el aval del Estado y de sus organismos públicos. Frente al planteamiento de los avales públicos en el pasado, esta propuesta contiene elementos que pretenden una reformulación de este instrumento financiero en el entorno actual.

De forma muy positiva, las consideraciones adicionales que establecía el anteproyecto de ley no fueron finalmente incorporadas al texto del PLCF, ya que por ejemplo impedían el otorgamiento de aval público en caso de hipoteca sobre la concesión, incorporación a títulos negociables o titulización de los derechos.

Las distintas Administraciones Públicas en España cuentan en la actualidad con un elemento esencial que puede facilitar el recurso a los mercados de capital por parte de las concesionarias españolas. Este recurso no es otro que las altas calificaciones crediticias asignadas por las principales agencias (Moody's Investors Service, Standard&Poor's y Fitch) que reflejan su solvencia financiera. A modo de ejemplo, el Ayuntamiento de Madrid (AA-)

posee una calificación crediticia superior a países de nuestro entorno como Portugal o Italia. Por lo tanto, España cuenta con la ventaja comparativa de las altas calificaciones crediticias de sus Administraciones Públicas. A nivel estatal, el Instituto de Crédito Oficial (AA, AA+ y Aa1 para S&P, Fitch y Moody's respectivamente) puede desarrollar las funciones necesarias para articular avales del Estado.

Estas calificaciones pueden resultar claves en el éxito de la colocación en los mercados de las titulizaciones de infraestructuras si las Administraciones Públicas optasen por avalar con sus calificaciones crediticias la totalidad o al menos algunos tramos de la deuda emitida. La Administración Pública ejercería, en suma, un papel homólogo al desempeñado con anterioridad a la crisis crediticia actual por las aseguradoras *"monoline"*.

Con el objeto de conocer la disminución del coste financiero que podría conseguirse mediante un aval público, se propone una aproximación sobre cómo disminuiría el coste de financiación entre una emisión de deuda respaldada por un aval del Estado, frente a otra emisión sin dicho aval. Con tal fin, se propone un análisis aproximativo que parte de tres desarrollos:

1. Riesgo de crédito probable de una titulización de infraestructuras

Los principales precedentes sobre emisiones de deuda y préstamos a la financiación de proyectos de infraestructuras en España calificados por agencias son la Autovía de los Viñedos (2004), la Autovía del Camino (2006) y la Autovía de la Mancha (2008), con calificaciones subyacentes de Baa2, Baa1/BBB y A1/BBB+ respectivamente. Estas observaciones permiten establecer como rango más probable de riesgo crediticio para concesiones de infraestructuras el segmento de calificaciones Baa/BBB, justo por encima del grado de inversión (*"investment grade"*). La propia calificación de Abertis (A-), una de las principales referencias corporativas en la gestión de infraestructuras de transporte y comunicaciones, confirma la probabilidad del rango señalado.

2. Riesgo de crédito probable de una emisión avalada por el Estado

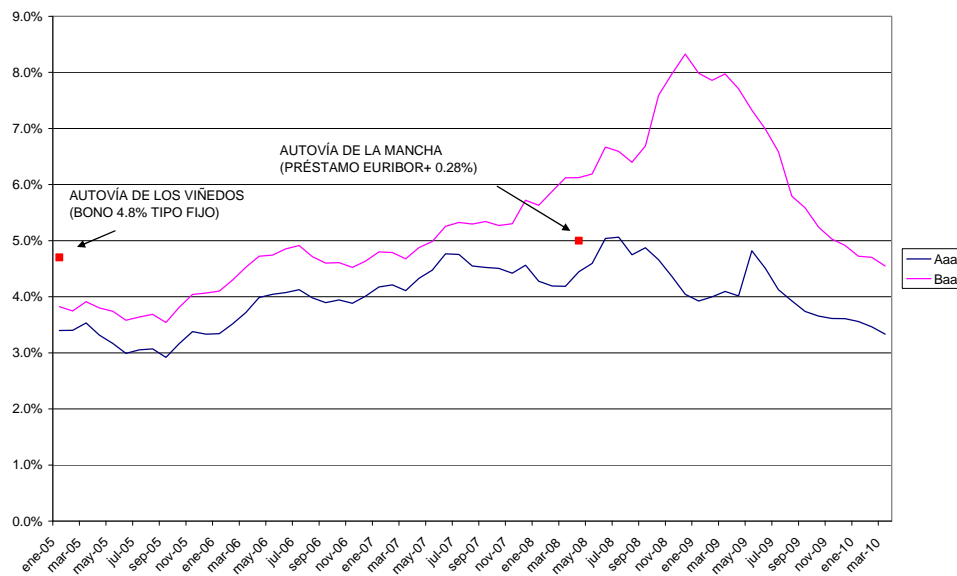
Teniendo en cuenta que la calificación crediticia de España se encuentra en el segmento de mayor solvencia financiera (Aa1/AA+/AA), las emisiones avaladas por el Estado pueden alcanzar la máxima calificación crediticia (Aaa/AAA/AAA).

### 3. Comparativa de coste financiero con y sin aval

La disminución en el coste financiero de una emisión que cuente con aval del Estado puede estimarse como similar a la existente en el mercado de deuda corporativa entre una emisión con la máxima calificación crediticia y una emisión situada en el segmento Baa/BBB.

Utilizando como base de datos el *Euro-Denominated Bond Yield Averages* de Moody's Economy, que realiza un seguimiento dinámico de una población de bonos de renta fija emitidos en Europa desde 1998 a la actualidad con un vencimiento superior a cinco años, es posible comparar el tipo de interés fijo aplicado a emisiones calificadas como Aaa, frente a aquellas calificadas en el rango de Baa. Ésta es la comparativa que refleja la Figura 9.2. La diferencia entre ambas curvas determina la prima de riesgo o "spread" al que han hecho frente en cada momento las emisiones con calificación crediticia en el rango de Baa, valores que serán resumidos en la Tabla 9.1. Con el objeto de comprobar la validez de aproximar el coste financiero de las emisiones de deuda corporativa europeas en el rango del Baa con el hipotético coste financiero de una emisión de una concesionaria en España, se presentan como puntos de control los precedentes de Autovía de los Viñedos y Autovía de la Mancha.

**Figura 9.2: Tipo de interés en emisiones europeas de deuda corporativa por calificación crediticia**



Fuente: Moody's Economy, Thomson Reuters



La Tabla 9.1 recoge las principales cifras en la comparativa entre emisiones Aaa y Baa en Europa mostradas en la Figura 9.2.

**Tabla 9.1: Diferenciales observados en el margen financiero entre emisiones corporativas Aaa y Baa en Europa (2005-2010)**

<b>DIFERENCIAL</b>	
Media	1,3%
Máximo	4,3% (2009)
Mínimo	0,3% (2005)
Desviación Estándar	1,0%

*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Moody's Economy y Thomson Reuters*

La Tabla 9.1 muestra en primer lugar cómo la mayor diferencia en términos de coste financiero por perfil de riesgo se produce en 2009. Por tanto, el mayor beneficio obtenido a través de emisiones avaladas por el Estado se produciría en los momentos de mayor impacto de la crisis financiera. El beneficio sería menor en momentos expansivos de los mercados de capital, como con anterioridad a 2006, y a comienzos de 2010 el coste de financiación con riesgo Baa vuelve de nuevo a situarse en el entorno existente con anterioridad a la crisis crediticia, en 2006. Los puntos de control muestran la existencia de una prima de riesgo a las emisiones de infraestructuras españolas, de 140 puntos básicos en el caso de la Autovía de los Viñedos (sobre el coste de emisión Aaa), y de 60 puntos básicos en la Autovía de la Mancha (sobre el coste de emisión Baa), aunque esta referencia únicamente es válida a cierre al tratarse de interés variable.

Más allá de esta reducción en los costes financieros que permite una emisión con la máxima calificación crediticia, debe hacerse referencia a otro beneficio intrínseco que puede suponer el recurso a los mercados de capital bajo una calificación Aaa/AAA/AAA. Este segundo beneficio consiste en la mayor facilidad de colocación de la emisión al ampliar la base de potenciales inversores, ya que existe un numeroso segmento de inversores con un perfil conservador (como los fondos de pensiones o aseguradoras), que por su propia normativa interna no admiten inversión alguna en activos que no posean la máxima calificación crediticia.

La concesión de avales públicos a bonos de titulización no estaría exenta de la problemática general de cualquier ayuda pública a un instrumento financiero privado, el riesgo moral o "*moral hazard*", entendido como la falta de incentivos para profundizar en el análisis del riesgo crediticio de aquel proyecto que respalda financieramente con su aval. Se trata de un problema similar al estudiado por Morgan y Paananen (1978) en el otorgamiento de avales públicos a los bonos municipales en Estados Unidos. Una falta de incentivos en la Administración Pública a la hora del control y seguimiento de los avales públicos tendría un efecto contraproducente en la eficiencia de los recursos públicos, siendo el caso extremo cuando a consecuencia de un impago de una emisión asegurada, la Administración Pública concedente deba hacer frente a la totalidad de las obligaciones de pago del emisor. Se proponen dos vías complementarias que permiten mitigar el riesgo moral:

#### Vía externa

Este riesgo queda mitigado al someter la concesión del aval al escrutinio previo de un organismo independiente, como es el caso de las agencias de calificación, que aporten una opinión sobre el perfil de riesgo de la emisión que solicita ser avalada. A imagen de las aseguradoras "*monoline*", la Administración Pública podría exigir una calificación crediticia previa del activo subyacente superior al grado de inversión (Baa3/BBB/BBB) como requisito necesario para la concesión del aval. Este mecanismo de necesidad de calificación crediticia previa para el otorgamiento de un aval público reducirá el coste de agencia.

#### Vía interna

Es conveniente que se desarrolle la regulación para la concesión de este tipo de avales. Así, es positivo que la normativa a aplicar contemple la necesidad de que las concesiones deberán cumplir una serie de requisitos de solvencia financiera previos al otorgamiento del aval, como pueden ser el vencimiento máximo de la deuda, o los ratios financieros ya comentados en el Capítulo 6.

Finalmente, en relación a la mitigación del riesgo moral, los avales públicos deben ser otorgados en condiciones de mercado. Sus condiciones financieras deben estar en línea con las estimaciones de riesgo que marquen los mercados en cada momento, de forma análoga a

cómo las aseguradoras privadas de emisiones han otorgado avales en el pasado reciente. A tal fin, deberán considerarse las primas de riesgo según han sido descritas y cuantificadas anteriormente.

Con respecto a la incidencia de la concesión de este tipo de avales en contabilidad nacional, el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales SEC-95 considera que la concesión de avales públicos no constituye operación en contabilidad nacional. En el caso más frecuente, según lo contemplado por el Manual actual del SEC-95, la deuda se registra únicamente en el balance de la empresa. Se consideran bajo este caso situaciones en las que el ejercicio efectivo del aval sólo se hará a requerimiento de la empresa, en caso de dificultades financieras o en un proceso de reestructuración.

En las cuentas públicas y mientras no se ejerza el aval, se trata de un pasivo contingente, registrado fuera del balance. De esta forma, el otorgamiento de un aval público a una titulación de infraestructuras no tendría impacto en las cuentas públicas en el momento de su concesión. El único impacto posible en contabilidad nacional se produciría en el caso de tener la Administración Pública que ejecutar el aval, computando como gasto en concepto de transferencia de capital.

No obstante, para finalizar la perspectiva contable del aval público, debe precisarse que este esquema de no consolidación en las cuentas públicas de los avales otorgados por las Administraciones Públicas podría necesitar un replanteamiento en el caso de que el Manual del SEC-95, en fase de modificación, termine por cambiar los términos anteriormente descritos.

El aval público, entendido como un incentivo financiero que el sector público pone en manos de la iniciativa privada, adquiere especial interés ante una tesitura como la actual donde por una parte la economía nacional atraviesa un ciclo recesivo, y a su vez, no existen precedentes de operaciones en el mercado, lo cual aumenta los costes inherentes a las primeras operaciones, según la teoría de los costes de transacción. Una vez exista un mercado estable de la titulación de infraestructuras, y una vez se haya producido el fin del ciclo recesivo en la economía, sería posible no conceder avales públicos a nuevas emisiones, en línea con la retirada paulatina de otros incentivos públicos al sector privado activados en la actual crisis. De

hecho, según muestra la Figura 9.2, los beneficios del aval público tienden a reducirse en ciclos expansivos.

Otra opción sería el otorgamiento de avales condicionados o temporales:

- Avales temporales: podrían cubrir aquellos riesgos hacia los que los inversores presentan mayor aversión, que tal como fue puesto de manifiesto en el Capítulo 6 suelen significar la fase de construcción y el periodo inicial de explotación.
- Avales condicionados: podrían ser tanto revocables (otorgados ex ante y retirados si los ratios financieros de la infraestructura mejorasen los previamente estipulados en el momento de la concesión del aval) o diferidos (no entrarían en vigor hasta el momento en que se activase alguna condición financiera o “trigger”, como podría ser el descenso por debajo de un RCSD mínimo).

También es posible activar un sistema de avales públicos cuyas destinatarias fueran las entidades financieras que previamente han financiado infraestructuras en España. Si el objetivo de incentivar la financiación de PYMES es el objetivo último del programa FTPYME, es por tanto posible desarrollar un programa de avales públicos para incentivar la financiación de infraestructuras en España por las entidades de crédito. En concreto, el programa FTPYME aporta el aval del Estado a titulizaciones respaldadas por préstamos concedidos previamente por entidades financieras a PYMES. El requisito para que las entidades financieras puedan titular estos activos con el aval del Estado es el compromiso de reinvertir un porcentaje mínimo de la liquidez captadas en nuevos préstamos a PYMES. Por tanto, puede establecerse un mecanismo análogo de avales del Estado a titulizaciones respaldadas por préstamos concedidos a la financiación de proyectos con el compromiso de que las entidades reinviertan un mínimo de la liquidez lograda en la financiación de nuevos proyectos de infraestructuras. La única diferencia con respecto al programa FTPYME sería la granularidad de los fondos respaldados por préstamos para la financiación de proyectos, en tanto en este caso contemplaría un número mucho más reducido de préstamos cedidos por fondo, pudiendo de forma general no llegar al centenar de préstamos por operación avalada. Se trata por tanto de la tipología de operaciones conocida como CLO (*Collateralized Loan Obligation*).

En definitiva, el interés de las Administraciones Públicas por activar la inversión privada en infraestructuras, hace también necesario que éstas otorguen incentivos coyunturales que puedan facilitar el acceso a la financiación de las empresas concesionarias en los mercados de capitales, otorgando avales públicos a emisiones de deuda. Estos avales públicos permitirían emisiones con la máxima calificación crediticia, reduciendo el coste de financiación y aumentando la base de potenciales inversores institucionales. Al igual que el conjunto de incentivos públicos anticrisis al sector privado, los avales públicos pueden ser considerados como medidas transitorias que paulatinamente podrían retirarse conforme se consolide la recuperación económica. Igualmente, podría considerarse el otorgamiento de avales revocables o temporales, como los anteriormente señalados.

### **9.6. ÁMBITO CONTRACTUAL**

El PLCF limita su ámbito objetivo a los contratos de concesión de obra pública. Se ha demostrado en esta Tesis Doctoral que la práctica de la titulización en el ámbito de las infraestructuras no tiene por qué estar limitada exclusivamente a las concesiones de obra pública. Puede perfectamente abrirse a otros tipos de contratos con el Sector Público que regulan actividades económicas relacionadas con las infraestructuras y servicios públicos, y que generan un flujo de ingresos prolongado a lo largo del tiempo, flujo que puede ser recibido en el presente a través del empleo de la titulización. Dos ejemplos podrían ser un contrato de conservación de carreteras o un contrato de abastecimiento de aguas (contrato de servicio/contrato de gestión de servicios públicos), pero igualmente podría incluirse la nueva figura del contrato de colaboración entre el sector público y el sector privado.

La titulización de contratos que no requieran afrontar inversiones iniciales, permite obtener una fuente de liquidez óptima a las empresas. Teniendo en cuenta que estas empresas pertenecen generalmente a grupos empresariales que igualmente desarrollan proyectos de concesiones de obra pública, una mayor liquidez en sus balances, por cualquiera de sus áreas de actividad, redundará de forma global en la capacidad del sector para acometer proyectos que sí requieran inversión.

Resulta en primer lugar curioso el cambio producido desde el anteproyecto de ley, que en su propio título enmarcaba el alcance de estas mediadas de financiación al contrato de

colaboración público-privada (CCPP) y las sociedades de economía mixta: “Anteproyecto de ley de captación de financiación en los mercados por los concesionarios de obras públicas, adjudicatarios de contratos de colaboración entre el sector público y el sector privado y sociedades de economía mixta creadas para la ejecución de contratos públicos”.

La no inclusión de este tipo de contratos en el ámbito objetivo del PLCF arroja cierta incertidumbre sobre las diferencias en la titulización de otros ámbitos de actuación que no conlleven necesariamente la ejecución de obra pública. El legislador opta finalmente por establecer el marco de financiación de los CCPP en el artículo 35 del PLES. En tanto no se produce una remisión a la legislación sobre concesiones, se debe entender que el tratamiento de la financiación no será equivalente en uno y otro contrato.

En relación a esto último, el artículo 35.2 del PLES contempla la posibilidad de subrogación en caso de resolución del CCPP, concediendo audiencia previa a los acreedores por si éstos ofrecen subrogarse en el cumplimiento del contrato, directamente o a través de una entidad participada, en condiciones que se consideren compatibles con su buen fin, siempre que reúnan los requisitos exigidos al adjudicatario. Aparecen por tanto una serie de diferencias respecto a los derechos del financiador en el caso de la concesión de obra pública, que se detallan a continuación.

El derecho a subrogación sólo se ofrece, en el caso de la concesión, a acreedores que cuenten con garantía hipotecaria. Esta condición no aparece en el derecho a subrogación con el que cuentan los acreedores bajo un CCPP.

En segundo nivel, comparando el derecho concedido a cualquier acreedor en el caso del CCPP con el acreedor hipotecario en la concesión de obra pública, en este segundo caso se limita el derecho de subrogación a la resolución “*por incumplimiento de algunas de las obligaciones del concesionario*”, condición restrictiva que no se aplica en el caso de la subrogación por resolución del CCPP.

Por añadidura, el PLES contempla para el CCPP una posible compensación a los acreedores en caso de resolución del contrato de cómo máximo el 80% del coste real de las inversiones ejecutadas, siempre que “*se prevea que las obras o equipamientos que se generen vayan a*

*incorporarse al patrimonio de la entidad contratante al concluir o resolverse el contrato*". De nuevo se produce una diferenciación respecto al contrato de concesión, que no contempla esta opción.

Más que una diferenciación entre contrato de concesión y CCPP a la hora de analizar su financiación, podría haberse reforzado el perfil de este segundo, aún sujeto a una cierta incertidumbre sobre su ámbito objetivo. Por el contrario, el PLES en lugar de ampliar su objeto apenas modifica el carácter subjetivo del mismo en su disposición final décimo octava, que modifica el artículo 11 de la LCSP sobre CCPP, pero únicamente para añadir como parte contratante a una entidad pública empresarial u organismo similar de las Comunidades Autónomas. Se trata por tanto de una oportunidad desaprovechada en relación a la idoneidad de este tipo de contratos, en especial en relación a la radical limitación de su punto 2, que establece que únicamente podrán celebrarse por imposibilidad de encontrar otra figura contractual que permita *"la satisfacción de las finalidades públicas"*.

También se produce una especialización en el PLES en relación a la financiación de sociedades de economía mixta, a las que en el artículo 35.3 habilita para *"titulizar los derechos de cobro que ostenten frente a la entidad adjudicadora del contrato cuya ejecución se le encomiende, previa autorización del órgano de contratación, cumpliendo los requisitos previstos en la normativa sobre mercado de valores"*. De nuevo, aún siendo positiva la mención específica al derecho a titular de estas sociedades, resulta de nuevo imperfecto el hecho de no haber previsto la remisión al marco de la financiación de concesiones de obra pública, lo que hubiera aportado un mayor grado de detalle en cuestiones como los derechos del bonista etc.

La solución de no equipar la captación de financiación entre contratos de concesión de obra pública y contratos de colaboración entre los sectores público y privado, no parece tener un fundamento sólido. Hubiera resultado más conveniente desde el punto de vista de la consistencia jurídica realizar esta equiparación dentro de la legislación sectorial. Por añadidura quedará recogida en una ley de vocación generalista y coyuntural, que apenas dedica dos de sus ciento trece artículos a la contratación pública. Sería por tanto conveniente extender la

equiparación de las formas de financiación dentro de la ley de captación de financiación, haciéndola extensible a otros tipos de contratos, no únicamente la concesión de obra pública.

### 9.7. INDEMNIZACIONES PREVISTAS POR ARTÍCULO 247 LCSP

El impacto de la cesión de un contrato es por regla general superior al importe de la inversión. Esto es así en tanto la rescisión anticipada de la concesión produce una serie de costes financieros no despreciables, tales como el coste de ruptura de los instrumentos financieros contratados (swap, gastos de liquidación anticipada del FTA...) o la desmovilización de equipos. Incluso, aunque sea más difícil de cuantificar, el bonista incurre en un coste de oportunidad que supone la necesidad de emprender una nueva inversión en la que colocar el importe recibido con anterioridad al momento en que tal retorno estaba previsto (riesgo de reinversión).

No sería difícil concretar el perjuicio económico sufrido a consecuencia de la rescisión de contratos financieros con el fin de incluirlo entre sus derechos de indemnización según lo reconocido por el artículo 247 de la LCSP. El legislador ya tomó la precaución de incluir el requerimiento de notificación sobre la financiación del contratista (para el caso concreto de contratos de colaboración entre el sector público y el sector privado) en el PLES (*“el contrato preverá un régimen de notificación por el contratista de las operaciones financieras que concierte para la financiación del contrato”*). Vuelve a producirse una vez más una diferenciación no fundada entre lo que contempla el PLES para este tipo de contrato, y lo dispuesto en el PLCF para el contrato de concesión. Parecería provechoso extender esta necesidad de comunicar las operaciones financieras también en el caso del contrato de concesión, especialmente para que sean tenidas en cuenta a la hora de determinar la indemnización del inversor.

Sería pues beneficioso que se contemplase la obligación de notificar a la Administración de todos los contratos financieros en los que incurre el concesionario, de forma que exista constancia documental desde el inicio de la concesión del perjuicio económico que supone la terminación anticipada de estos contratos como consecuencia de la rescisión de la concesión.

No quedan lo suficientemente garantizados los derechos del bonista en el caso de que la causa de resolución del contrato no sea imputable al concesionario. En situaciones en las que la causa sea imputable directamente a la Administración concedente, así como ante causas de



fuerza mayor, sería positivo garantizar a los bonistas la totalidad de la deuda, considerando los gastos financieros en los que incurran ante la liquidación del FTA.

Es contrario a la necesaria garantía jurídica de los bonistas que el PLCF, a la hora de determinar la indemnización que les corresponde, termine por no exigir un acuerdo entre Administración y acreedor, liberando a la primera mediante una remisión al artículo 247 de la LCSP, en el caso de falta de acuerdo entre las partes. Se hace así necesaria una actualización del contenido de este artículo. Con carácter general a dicho contenido, no es el concesionario el sujeto a indemnizar en este tipo de situaciones, sino a los bonistas como titulares de los derechos de cobro. Tampoco parece acertado que, en el caso de resolución por causa imputable a la Administración, el artículo 247 determine la indemnización del bonista mediante los resultados de explotación del último quinquenio. En el caso de que dicha resolución se produzca en los primeros años de la concesión, donde el resultado suele ser negativo, ¿no posee el bonista derecho alguno de indemnización? No se tendrían tampoco en consideración las expectativas financieras de la concesión una vez estabilizada la generación de ingresos hasta el vencimiento del contrato.

En definitiva, urge un replanteamiento global de los derechos de indemnización del bonista, a riesgo de consolidar una situación de insuficientes garantías jurídicas ante la resolución del contrato de concesión.

## **9.8. ADECUACIÓN DEL MARCO LEGAL DE LA TITULIZACIÓN**

Hasta el momento, se han extraído recomendaciones relacionadas con el marco legal de los contratos con el sector público. Pero también resulta conveniente plantearse algunas modificaciones beneficiosas en el marco legal de la titulización, de forma que se pueda dar mejor acomodo a las titulaciones de derechos futuros de crédito.

La práctica, o con mejor expresión, la falta de práctica hasta la fecha presente en España sobre titulización de derechos de crédito futuros, o corporativa, pone de manifiesto desde el punto de vista fáctico la insuficiencia de la Orden Ministerial EHA/3536/2005 como marco para extender la técnica de la titulización. Tal como se ha explicado en esta Tesis Doctoral, esta

Orden Ministerial, que había supuesto una esperanza en el sector de la titulización para el desarrollo de la titulización corporativa, apenas ha permitido una única operación en los cinco años desde su entrada en vigor.

Es cierto que la situación convulsa de los mercados de capital ha podido neutralizar el efecto de la regulación legal de la práctica, pero también existen aún muchas de las problemáticas apuntadas a lo largo de esta Tesis Doctoral que no han encontrado respuesta en esta Orden Ministerial, que centra su contenido básicamente en enumerar los tipos de activos concretos susceptibles de ser cedidos a un FTA. Por el contrario, esta norma no aporta luz sobre la especialidad de la titulización corporativa frente a la práctica de la titulización convencional en España (en la que los cedentes son entidades financieras).

Tal como se ha puesto de manifiesto en esta Tesis Doctoral, los aspectos concursales adquieren una importancia vital en la titulización corporativa. A pesar de la especialidad de la que gozan los contratos administrativos, resultaría positivo para el sector la consolidación de ciertas garantías jurídicas en la propia LC. En relación al artículo 61.2 de la LC, sería conveniente establecer que en el caso de concurso del cedente, ni éste ni la administración concursal puedan solicitar la resolución de los contratos que regulan los derechos de cobro transferidos a un FTA. Esta recomendación trataría de servir como antídoto a la rescisión unilateral del contrato ante la situación concursal del cedente, en concreto por la potestad que el artículo 61.2 confiere al administrador concursal para resolver contratos bilaterales en caso de que se estime conveniente *“al interés del concurso”*.

En segundo lugar, sería también positivo que el marco legal reconociera explícitamente que los activos que generan los derechos futuros de crédito podrían ser administrados por una tercera parte distinta del cedente. Supondría por ejemplo reconocer específicamente que una concesión puede ser gestionada por una tercera parte que no necesariamente fuese el concesionario inicial. Esto permitiría que en caso de concurso del cedente, la sociedad gestora, en su naturaleza como representante del FTA, pudiera designar a un administrador alternativo de los activos. La inclusión de este punto puede aportar una mayor seguridad jurídica a la titulización de derechos de crédito futuros, pues el concepto de la continuidad en la explotación del activo titulado aún con posterioridad a una posible situación concursal del cedente es

primordial. Resulta lógico pensar que un activo aislado de la masa concursal no puede dejar de ser gestionado ante una situación de insolvencia de la entidad que previamente haya cedido sus derechos sobre dicho activo a un FTA. Conviene recordar cómo se ha demostrado en el Capítulo 5 que la continuidad en la gestión es uno de los pilares básicos de la titulización corporativa en el Reino Unido, una de las jurisdicciones donde sí ha triunfado en la práctica este tipo de estructuras que pretendían ahora potenciarse en España mediante la Orden de 2005.

También sería precisa la adaptación de las sociedades gestoras de fondos a la titulización corporativa. Éstas han desarrollado un alto grado de perfeccionamiento, tanto en medios humanos como materiales, en sus funciones de gestión de fondos de titulización de activos financieros, como muestran las cifras que presentan a España como segundo mayor mercado de la titulización en España. Si la titulización quiere dar el salto cualitativo que representa la titulización corporativa o de activos no financieros, será necesario que las sociedades gestoras adapten su sistema organizativo a efectos de poder dar el servicio requerido por este nuevo tipo de titulizaciones, que en general requieren la toma de decisiones discrecionales con el objeto de salvaguardar los intereses de los bonistas, incluso cuando los intereses de los bonistas pueden estar en conflicto con los intereses de la sociedad concesionaria, o en conflicto entre los bonistas de distintos tramos de deuda. En la medida en que la titulización corporativa no deja de significar el recurso a los mercados de capital de proyectos de infraestructuras, las sociedades gestoras deberán contar con especialistas en el sector, ya sea internamente o a través de contratos de asesoría sobre la materia.

En la actualidad, las comisiones pactadas con la sociedad gestora en la medida de la información pública, en tanto que actualmente ya no se informa de dichas comisiones en los folletos de emisión, son bajas comparadas con las cobradas en otros países. Deberán ser mayores que los costes del “*trustee*” en la misma medida: deben remunerarse sus responsabilidades añadidas de una forma acorde, con objeto de incentivar el óptimo desempeño de sus funciones.

### 9.9. AGRUPAMIENTO DE ACTIVOS EN UN MISMO FONDO DE TITULIZACIÓN

Uno de los mayores riesgos que afronta un fondo de titulización al que se cediesen los derechos de crédito generados por una única infraestructura es, a pesar de su obviedad, la total exposición del bonista al devenir de un único negocio.

Con carácter general, los inversores en el mundo de la titulización se encuentran familiarizados con fondos donde su activo es múltiple, es decir está configurado por carteras de distintos elementos de crédito. La granularidad, o tamaño relativo de los elementos de crédito cedidos a un fondo de titulización varía en un continuo desde el único activo (como el ejemplo de una autopista titulizada) hasta miles de préstamos hipotecarios en los fondos de titulización hipotecaria.

En el caso de la financiación de proyectos, los bancos recurren a operaciones en las que ceden una cartera de no más de varias decenas de préstamos concedidos a la financiación de proyectos. Son los “*Collateralized Loans Obligations*” (CLO), fondos de titulización respaldados por préstamos de considerable tamaño.

En este sentido, los inversores analizan la correlación entre los distintos activos que componen el activo de un fondo, entendida como la probabilidad de impago de uno de estos activos ante el acaecimiento de un impago de otro activo de la cartera titulizada. Los mercados tienden por tanto a preferir operaciones con bajas correlaciones entre los activos cedidos a un fondo. Esto puede lograrse mediante dos tipos de estrategias:

- Diversificación sectorial, mediante la inclusión de activos pertenecientes a distintos sectores productivos, igualmente con evoluciones lo más independientes posibles.
- Diversificación geográfica, mediante la inclusión de activos ubicados en diferentes áreas geográficas, idealmente con economías poco correlacionadas.

Éstas serían pues las dos estrategias genéricas que podrían seguirse con el objeto de reducir la correlación de riesgos en una titulización de infraestructuras. A la hora de plantearse cuál podría ser la forma práctica de lograr reducir la correlación de activos, se propone el seguimiento de las siguientes recomendaciones:

1. Sería factible la cesión a un fondo de titulización de los derechos de crédito generados por diferentes concesiones de obra pública, logrando disminuir así la concentración de riesgos mediante la configuración de una cartera de infraestructuras titulizadas. El artículo 2.1 del R.D. 926/1998 únicamente establece la obligación de que los activos cedidos a un fondo sean de “naturaleza homogénea”.
2. Por el mismo motivo, podría estar justificada la inclusión de derechos de crédito generados por otros sectores que pudieran reducir el riesgo de crédito global de la cartera de activos titulizados. Un buen ejemplo podría ser la inclusión de proyectos energéticos, siempre y cuando logran disminuir el perfil de riesgo del fondo.
3. En referencia a la diversificación geográfica, podría igualmente estudiarse la cesión al FTA de activos localizados en otras jurisdicciones, especialmente en el caso de los grandes grupos empresariales españoles con proyectos en el exterior. Especialmente interesante puede resultar la inclusión de proyectos europeos<sup>48</sup> que logren diversificar la exposición del fondo a un único país. Este tipo de operaciones multijurisdiccionales pueden contar con el apoyo regulatorio que pretende impulsar la Comisión Europea para la financiación de infraestructuras a través del desarrollo de un mercado europeo de emisiones de deuda, articulado a través del Banco Europeo de Inversiones<sup>49</sup>.

---

<sup>48</sup> Es el caso de la titulización Breeze III, consistente en la titulización de una cartera de campos eólicos ubicados en Alemania y Francia.

<sup>49</sup> Según lo manifestado en la intervención del Presidente de la Comisión Europea, Duraó Barroso, durante el Discurso del Estado de la Unión del 7 de septiembre de 2010.



# CAPÍTULO 10: CONCLUSIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

---

El propósito de este último Capítulo es sintetizar las principales conclusiones fundadas a partir del análisis llevado a cabo en esta Tesis Doctoral. A tal fin, se resumen en primer lugar tanto los principales elementos del diagnóstico aportado por esta Tesis sobre la provisión de infraestructuras en España, la coyuntura financiera actual y las alternativas existentes en los mercados de capital.

Posteriormente, se realiza también un resumen de las aportaciones originales realizadas por esta Tesis Doctoral, que fueron objeto de desarrollo en el Capítulo 9.

Finalmente, es necesario resaltar las líneas de investigación futuras que quedan abiertas tras esta Tesis Doctoral, adelantando que tendrán en buena medida relación con el análisis empírico de las operaciones futuras de financiación de infraestructuras en los mercados de capital, una vez se produzcan las primeras observaciones, inexistentes en el momento de realización de esta Tesis.

## **CONCLUSIONES**

En referencia a la provisión de infraestructuras en España y las fuentes de financiación de las mismas, se pueden extraer de esta Tesis Doctoral las siguientes conclusiones:

1. La importancia de las infraestructuras dentro de la inversión pública en España es decisiva, representando aproximadamente el 60% del total. El Grupo Fomento, como principal brazo inversor público del país, ha llevado a cabo un esfuerzo inversor creciente en la última década, permitiendo que su inversión pública anual en infraestructuras haya superado la barrera del 1,5% del PIB nacional.

2. Uno de los pilares de la provisión de infraestructuras en España ha sido el planeamiento de una inversión pública sostenible, bajo la premisa de que el déficit público debía ser inferior a la inversión pública en cada ejercicio presupuestario.
3. La crisis financiera internacional que afecta a la economía mundial desde la segunda mitad de 2007 ha impactado en la estabilidad presupuestaria española. Se ha incumplido por primera vez en más de una década el principio de equilibrio enunciado en el punto anterior.
4. La austeridad presupuestaria, añadida a los menores fondos europeos que percibirá España en los siguientes ejercicios, se traduce en una disminución significativa de los recursos públicos disponibles para la financiación de infraestructuras.
5. Ante esta limitación de los recursos públicos, la política económica refuerza su apuesta por la introducción de recursos provenientes del sector privado en la financiación de infraestructuras en España, que permitan continuar afrontando un ritmo inversor adecuado sin afectar al déficit público. El principal instrumento planificador que surge en la actualidad con tal fin es el Plan Extraordinario de Inversiones (PEI), marco mediante el cual el Ministerio de Fomento pretende introducir una inversión adicional en infraestructuras por un volumen total de 17.000 millones de euros en el horizonte temporal 2010-2011 mediante fórmulas de colaboración público-privadas. De consumarse este nivel de inversión extraordinaria, equivaldría a un esfuerzo inversor del 0,85% del PIB anual en cada uno de los dos ejercicios.
6. En España, las empresas del sector de las obras públicas han venido recurriendo a la financiación de su actividad mediante la concesión de préstamos y créditos por parte de entidades de crédito. Esto es reflejo de la práctica habitual de financiación de sociedades no financieras en nuestro país, demostrando esta Tesis Doctoral cómo las emisiones de instrumentos financieros suponen sólo el 0,4% del pasivo de las sociedades no financieras. Las empresas concesionarias sí han recurrido más a este tipo de emisiones, pero por regla general vinculadas a la refinanciación de proyectos con cierto grado de madurez y en todo caso sin riesgo de construcción.
7. La innovación en nuestra economía ha permitido el desarrollo progresivo de técnicas de desintermediación financiera, según pone de manifiesto el crecimiento exponencial



de las emisiones de títulos en el mercado primario nacional. No obstante, este mercado de emisiones se encuentra aún copado por Administraciones Públicas y sociedades financieras, representando entre ambas el 99% del volumen de emisiones. Las sociedades no financieras, en línea con la conclusión anterior, continúan por tanto ajenas a los mercados de capital.

8. Existe una creciente aversión al riesgo en las entidades financieras, plasmado en la falta de liquidez que dificulta el acceso al crédito bancario, la forma de financiación tradicional de las infraestructuras en España, tal como se ha señalado en puntos anteriores. La Tesis Doctoral demuestra cómo el coste de financiación de proyectos de infraestructuras vía préstamos se ha encarecido en Europea, aumentando los márgenes de los préstamos a tipo variable desde 2007 a la actualidad.
9. El recurso a la titulización por parte de sociedades no financieras (denominada titulización corporativa en esta Tesis Doctoral) se concentra casi en exclusiva en el Reino Unido, que representó el 85% de las emisiones en Europa en la década anterior al estallido de la crisis crediticia. Es de destacar por añadidura la relevancia del sector de las infraestructuras y servicios entre estas emisiones, representando entre ambas un 46% de las operaciones.
10. La preponderancia británica en estas titulizaciones corporativas se explica desde la peculiaridad de su marco legal, que incentiva el desarrollo de este tipo de operaciones. En determinadas circunstancias, como es el caso de la titulización, el Derecho británico dota a un acreedor privilegiado, poseedor de una *“qualifying floating charge”* sobre todos o sustancialmente todos los activos de la empresa, del derecho a actuar unilateralmente, sin proceso judicial, sobre la gestión directa de la empresa deudora. De esta forma, se dota al acreedor de una sólida seguridad jurídica (*“true control”*), que le permitirá reaccionar de una forma activa ante un mal desempeño del gestor del negocio en el que ha invertido.
11. Las figuras que permiten una resolución extrajudicial de situaciones singulares, como es el caso del *“administrative receiver”* británico o gestor alternativo nombrado a iniciativa unilateral del acreedor principal, permiten una resolución más efectiva para los intereses de los acreedores, acortando tiempos y evitando moratorias o

resoluciones judiciales lesivas para éstos. Garantizan que la explotación de los activos continúe sin interrupción alguna, incluso ante situaciones de insolvencia del operador, en tanto los bonistas están capacitados para poder nombrar un nuevo equipo gestor alternativo. Por el contrario, en la Europa continental predominan sistemas legales que priorizan las vías judiciales, procedimientos reglados mediante moratorias donde el acreedor principal queda a la discreción de las decisiones tomadas por la autoridad o administración judicial en situaciones de insolvencia. Se merma por tanto la capacidad de influencia del financiador ante el surgimiento de ineficiencias en la gestión del negocio.

12. Para el caso concreto de la titulización corporativa de infraestructuras, se reduce en cualquier caso la capacidad de control del acreedor sobre el negocio. En concesiones y servicios regulados en muchas jurisdicciones europeas, y teniendo en cuenta las implicaciones asociadas a servicios de interés general, es cuando menos probable que el regulador impida o dificulte la toma de control por parte de los acreedores en caso de insolvencia de la compañía explotadora de la concesión o el servicio determinado. Este hecho motiva que el riesgo crediticio de las titulizaciones corporativas esté más ligado al riesgo del cedente que en sectores no regulados.

Del análisis del encaje legal y financiero de la titulización de infraestructuras en el marco español se desprenden las siguientes conclusiones:

13. Desde una perspectiva general, el éxito del marco legal español para la titulización de activos se demuestra a partir del desarrollo exponencial del mercado de la titulización de activos en España. No obstante, este mercado sigue en la actualidad limitado a sociedades financieras, a pesar de los esfuerzos del legislador español por abrir esta vía alternativa de financiación a las sociedades no financieras (O.M. EHA/3536/2005).
14. El derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas queda explícitamente reconocido en el R.D. 926/1998, a la vez que la LCSP protege el derecho del concesionario a titular sus derechos de crédito. De esta forma, se demuestra que el vehículo establecido por la legislación española, el fondo de titulización de activos, está facultado para emitir bonos respaldados por los derechos de crédito generados por la concesión de una infraestructura.

15. Una de las claves del éxito del mercado de la titulización de infraestructuras es lograr un marco legal que garantice a los inversores la salvaguarda de sus derechos y la capacidad de defensa de sus intereses. Especialmente sensible para el inversor es que sea garantizado en la práctica el principio según el cual el devenir del negocio en el que ha invertido es independiente de la suerte del concesionario como persona jurídica. Debe lograrse aislar al negocio de tales circunstancias sobrevenidas ajenas al inversor.
16. Dado que uno de los pilares básicos del modelo concesional en España es la gestión de un negocio a riesgo y ventura del concesionario (aceptando entre otros riesgos la variabilidad de la demanda), la cesión de sus derechos de cobro a un fondo de titulización de activos supone una transformación radical de este principio, al conllevar la transferencia de riesgos, total o parcial, del concesionario a los tenedores de los bonos emitidos por el fondo de titulización. Por este motivo, si la transferencia de riesgo al bonista es total, el concesionario pasa a convertirse en gestor del negocio por cuenta ajena, dejando de ser el titular de los derechos económicos sobre la concesión.
17. Debido a la conclusión anterior, es necesario que la Administración Pública concedente comprenda este nuevo reparto de riesgos y responsabilidades tras la cesión de los derechos de crédito de una concesión a un fondo de titulización. Deberá contemplar al bonista, representado por la sociedad gestora, como verdadero titular y beneficiario de los derechos de la concesión, y a tal fin deberá habilitar procedimientos de audiencia y diálogo análogos a los existentes previamente con la sociedad concesionaria. Será la gestora del fondo su interlocutora válida ante un eventual escenario de renegociación del contrato de concesión o cualquier otra contingencia relevante.
18. El bonista ha de ser consciente que el sector de las infraestructuras, por su naturaleza de servicio público, está sujeto a regulación pública a diferencia de otros negocios privados. Debido a ello, ha de tener presente los poderes discrecionales de la Administración Pública sobre el negocio en el que invierte, lo que puede implicar la toma de decisiones unilaterales por parte de ésta. Especialmente ha de ser consciente de la especialidad concursal en España del negocio concesional.
19. De forma recíproca a la conclusión anterior, la Administración Pública ha de ser consciente de que esta discrecionalidad puede desincentivar la inversión privada, en la

medida en la que el abuso de su prerrogativas erosionará el atractivo del mercado para futuros inversores en infraestructuras venideras. Sin renunciar a sus labor de control, la Administración Pública debe procurar la “fidelización del inversor” en los sucesivos proyectos de inversión que desarrolle.

20. Aún cuando las sociedades gestoras de fondos de titulización existentes están habilitadas para la administración de fondos de titulización de infraestructuras, será necesario que adapten su sistema organizativo a efectos de poder dar el servicio requerido por este nuevo tipo de titulizaciones, que en general requieren la toma de decisiones discrecionales con el objeto de salvaguardar los intereses de los bonistas, incluso cuando los intereses de los bonistas pueden estar en conflicto con los intereses de la sociedad concesionaria, o en conflicto entre los bonistas de distintos tramos de deuda.
21. Una de las principales garantías jurídicas que pudiera otorgarse al bonista sería el contemplar que tras el acaecimiento de un hipotético concurso del gestor de la infraestructura, se habilite a la Sociedad Gestora con un cierto peso decisorio en la administración concursal de la concesión, al menos, en la garantía de que de esta forma los bonistas tendrían desde el momento de la adquisición de los títulos la seguridad de que alguien puede velar por sus intereses tras el concurso del gestor. Posibilitar esta medida iría en la senda positiva para el desarrollo de la titulización ya analizada en el caso del Reino Unido, con el objetivo de inmunizar o al menos proteger a los bonistas al lograr una continuidad en el repago de los mismos a pesar que se produjese la insolvencia del gestor original. La continuación en la generación de ingresos, con independencia de la suerte del concesionario, es uno de los pilares claves que aportan mayor valor añadido a estas estructuras.
22. En relación a la conclusión anterior, y aun considerando que la teoría jurídica parece aportar ciertas garantías al bonista, el Derecho español carece de una figura como el acreedor privilegiado en el Derecho británico, de forma que sería incierto conocer el resultado de disputas entre el tenedor de los bonos de titulización respaldados por los derechos de crédito de una concesión y otros posibles acreedores de la misma, que

podrían en cualquier caso solicitar el concurso necesario de la sociedad concesionaria en perjuicio de los intereses de los bonistas.

23. La necesidad de avanzar en la legislación sobre emisiones de valores está en parte cubierta por el Proyecto de Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas (PLCF en esta Tesis Doctoral). El PLCF es positivo a tal fin, ya que permitirá mejorar las garantías jurídicas necesarias para la implantación de esta práctica financiera en el campo de las infraestructuras y resuelve algunas de las imperfecciones apuntadas en esta Tesis Doctoral. No obstante adolece de algunas importantes deficiencias, e incluso introduce algún paso atrás en garantías reconocidas por la LCC, tal como detallan los siguientes puntos.
24. En relación a la especialidad concursal ya apuntada en la Conclusión 18, y a pesar de los aspectos negativos que puede representar el abuso de la discrecionalidad por parte de la Administración Pública, no es menos cierto que el PLCF, en su artículo 10.2 abre la opción al acreedor hipotecario para subrogarse en la posición del concesionario. Esto supone una excepcionalidad en el marco concursal español. No obstante, sería positivo para hacer verdaderamente efectiva esta salvaguarda el abrir este derecho de subrogación ante cualquier causa de resolución, y que no fuera necesaria la hipoteca de la concesión para poder ejercer dicho derecho.
25. A pesar de que el modelo concesional aporta facultad de resolución de los contratos a la Administración para garantizar el bien público, es siempre recomendable evitar este tipo de acciones extremas que en todo caso implican un procedimiento judicial complicado y de duración desconocida. La resolución introduce incertidumbre sobre el repago de la deuda con anterioridad al vencimiento de la emisión. Por ello es más aconsejable optar por vías de acción proactivas en las que la Administración concedente se convierta en transmisora para trasladar a la sociedad concesionaria la obligación de cumplimiento de aquellas acciones que el bonista considere necesarias para la buena gestión de la infraestructura. El marco legal tiene aún recorrido posible para mejorar el nivel de control por parte del bonista, como verdadero titular del interés económico, abriendo vías de resolución extrajudicial y aprovechando la relativa especialidad de las concesiones respecto al resto de negocios en lo referente al

Derecho concursal. Concretamente el hecho de que el artículo 8.3.b) del PLCF contemple la posibilidad de resolución del contrato de concesión por causa imputable al concesionario o que la declaración de concurso del concesionario pueda ser causa de resolución del contrato (artículo 245.b de la LCSP) introducen una serie de incertidumbres sobre los derechos del bonista que deben ser superadas.

26. El PLCF termina por eliminar la equiparación de derechos que la LCC contemplaba para el bonista y el acreedor hipotecario. El artículo 10 del PLCF aporta una serie de derechos a los acreedores hipotecarios, entre ellos mecanismos de audiencia para la resolución de contratos de concesiones, que no se contemplan para el bonista en el caso de la incorporación a valores negociables de los derechos de crédito del concesionario. En la práctica, esta norma obliga a la hipoteca de la concesión, con los costes que este hecho jurídico implica, si se pretende contar con los mismos derechos.
27. Una de las consideraciones claves que debe contemplar esta nueva norma a la hora de analizar la utilidad de la titulización de un tipo de activo determinado es el posible impacto negativo que provocaría al bonista el concurso del cedente o la resolución del contrato por causas imputables a éste. El modelo concesional debe proteger de una forma efectiva al bonista frente a terceros acreedores, confiriendo a los derechos de crédito generados por la infraestructura y cedidos a un fondo de titulización el carácter de separables respecto a la masa de activos del cedente en caso de insolvencia del mismo. La eliminación del artículo 254.2 de la LCC impide reafirmar en la legislación sectorial el carácter separable de la cesión de derechos de crédito sí contemplado en la Ley Concursal.
28. El otorgamiento de avales públicos que respalden los bonos emitidos por fondos de titulización, tal como contempla el Artículo 2 del PLCF, puede ser una solución transitoria para mejorar la colocación de las emisiones ante situaciones de falta de liquidez en los mercados, especialmente positivo si se produce en condiciones de mercado y bajo fórmulas condicionadas o revocables, y en cualquier caso minimizando el riesgo moral que pueda provocarse. Este aval deberá estructurarse de tal forma que no obligue a consolidar la concesión en las cuentas públicas. En este sentido, esta posibilidad quedará en la práctica deshabilitada en el caso de que la normativa

contable europea, actualmente en revisión, opte por imputar estas operaciones como déficit público.

29. No tiene excesivo sentido la potenciación que el legislador pretendió de la nueva figura del contrato de colaboración entre el sector público y el sector privado en la LCSP, cuando dicha figura se obvia en el alcance del PLCF, a pesar de la intención inicial de la norma. La solución transaccional de incluir la financiación de esta nueva figura en una norma de vocación generalista como el PLES es imperfecta.
30. El marco legal de la titulización en España no impide la posibilidad de respaldar la emisión de bonos con los derechos de crédito generados por diferentes concesiones de obra pública, pudiendo crear una cartera o “*pool*” de concesiones que mejorarán la diversificación del riesgo y harán por tanto más fácil la colocación de la emisión entre inversores. La diversificación puede entenderse tanto en una perspectiva sectorial (pudiendo incluirse proyectos sin riesgo de demanda, como los energéticos), o geográfica (incorporando concesiones en distintos ámbitos geográficos que reduzcan la correlación de riesgo entre activos). Sería por tanto positiva su mención específica en el PLCF.
31. El texto del PLCF no resuelve el problema de la inseguridad jurídica en relación a la indemnización a los bonistas en caso de resolución de la concesión, ya que de acuerdo al tenor de su Artículo 8, permanece al arbitrio de la Administración concedente.

### **FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN**

Tras las conclusiones aportadas por esta Tesis Doctoral, quedan abiertas para su desarrollo posterior nuevas líneas de investigación que complementen y prolonguen la teoría científica sobre financiación de infraestructuras en España mediante el recurso a la titulización y los mercados de capital en general. Tal y como se ha repetido a lo largo de esta Tesis Doctoral, no existen en el momento de su realización observaciones de proyectos financiados con recurso a los mercados de capital. Ésta es la razón por la que aún no es posible un estudio empírico sobre las condiciones de financiación que pueden obtenerse mediante esta vía alternativa.

Cabe reseñar las siguientes cuestiones que podrán ser tratadas en futuras investigaciones:

1. Estudio comparativo de las condiciones de financiación (márgenes, vencimientos, costes de emisión) existentes a lo largo de un periodo de observación ligadas a préstamos bancarios convencionales frente a las emisiones de bonos de titulización o emisiones de deuda.
2. Análisis legal de la jurisprudencia que pueda producirse en relación a ciertos aspectos clave para la eficiencia de la titulización de activos, tales como el aislamiento de la masa del concurso, la sustitución del concesionario como gestor de la infraestructura, o conflictos acaecidos entre concesionario y bonistas.
3. Estudio de la rentabilidad financiera de los bonos respaldados por infraestructuras, ligando dicha rentabilidad al riesgo asociado a la concesión (construcción y/o demanda) así como a la calificación crediticia otorgada por agencias.
4. Análisis de las implicaciones en contabilidad pública del otorgamiento de avales públicos a las emisiones de bonos respaldados por derechos de crédito generados por concesiones de obra pública.



**REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Alegría, H. (2006): "Securitización", *Revista Latinoamericana de Derecho*, Año III, nº6 (julio) 2006, pp. 19-20
- Allen, F. y Gale, D. (1997): "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing," *Journal of Political Economy*, Vol. 105, pp. 523-546
- Almoguera, A. (1995): "*La titulización crediticia (un estudio interdisciplinar)*", Bolsa de Madrid, Madrid: Civitas
- Alonso-Carrera, J., Freire-Seren, M.J. y Manzano, B. (2004): "Rentabilidad social de la inversión pública española en infraestructuras" *Hacienda Pública Española / Revista de Economía Pública*, Vol. 170, pp. 81-103
- Altunbas Y., de Bondt G. and Marqués D. (2004), "Bank Capital, Bank Lending and Monetary Policy in the euro area", *Kredit und Kapital*, Vol. 4, pp. 443-465.
- Ambery, R. (2003): "How the UK Enterprise Act makes warehousing difficult", Mayer Brown Rowe & Maw, *International Finance Law Review* (julio), pp. 54-56
- Araya, A., Islas, G. y Maquieira, C. (2002): "Cláusulas restrictivas (covenants) en los contratos de bonos: evidencia empírica en Chile", *Estudios de Administración*, vol. 9, Nº 1
- Argimón, I, González-Paramo, J.M. y Roldán, J.M. (1994): "Productividad e infraestructuras en la economía española", *Moneda y Crédito* nº 198, pp. 207-241.
- Arimany, E. y Magide, M. (2002): "Retribución, riesgo y garantías de los financiadores en la concesión de obra pública (a propósito del proyecto de ley reguladora del contrato de concesión de obras públicas)", *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, nº 3, pp. 69-83
- Arner, D. (2002): "Emerging market economies and government promotion of securitization", *Duke Journal of Comparative & International Law*, Vol. 12, nº 2, pp. 505-519
- Aschauer, D.A. (1989): "Is public expenditure productive?" *Journal of Monetary Economics*, Vol. 23, pp. 177-200.

- Ashurst y Consilium (2009): "After the crunch. Credit terms for power projects" (online), disponible en <http://www.exeforum.com/Eventos/Documentos/InvPublic/Presentaciones/After%20the%20crunch%20-%20credit%20terms%20for%20power%20projects.pdf> (accedido 14 diciembre 2010)
- ASR (2001): "Seeds of Securitization Emerging in Asia This Year, with Malaysia, Philippines, and Taiwan at the Forefront", Asset Securitization Report (online), disponible en [www.absnet.net](http://www.absnet.net) (accedido 14 diciembre 2010)
- Baeza, M.A. (2008): "Planificación económico-financiera de las concesiones de autopistas de peaje. Un estudio empírico del caso español". Tesis Doctoral, Universidad de Granada
- Bain, R. (2009): "Error and optimism bias in toll road traffic forecasts", *Transportation*, Springer, vol. 36(5), pp. 469-482
- Bain, R. y Polakovic, L. (2005): "Optimism bias and error measurement statistics remain constant through years 2-5", Standard&Poor's
- Bain, R. y Wilkins, M. (2002): "Credit implications of traffic risk in start-up facilities", Standard & Poor's
- Bajo, O. y Sosvilla, S. (1993): "Does public capital affect private sector performance? An analysis of the Spanish case, 1964-1988", *Economic Modelling*, Vol.10, Nº 3, pp. 179-185.
- Balcombe, K. y Smith L. (1999): "Refining the User of Monte Carlo Techniques for Risk Analysis in Project Planning", *The Journal of Development Studies*, Vol. 36(2), pp. 113
- Banco Mundial (2003): "Port reform toolkit: effective decision support for policymakers", Public-Private Infrastructure Advisory (PPIA)
- Barrero, C. (2007): "La resolución de los contratos administrativos por incumplimiento del contratista", Valladolid: Lex Nova, (primera edición)
- Barrow, M. (2000): "Powell falls to takeover bid by Nikko", *The Times*, 4 de noviembre,
- Bemdt, E.R. y Hansson, B. (1991): "Measuring the contribution of public infrastructure capital in Sweden", NBER, Documento de Trabajo Nº 3842.

- Berlin, M. y Loeys, J. (1988): "Bond Covenants and Delegated Monitoring", *The Journal of Finance*, vol. XLIII, N° 2 (junio)
- Blanc-Brude, F. y Strange, R. (2007): "How Banks Price Loans to Public-Private Partnerships: Evidence from the European Markets", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, N°4
- Bojadziev, G. y Bojadziev, M. (2007): "*Fuzzy logic for business, finance, and management*", Singapur: World Scientific Publishing (segunda edición)
- Bonnelly, C.S. (1996): "*Modelo de financiación de la red transeuropea de transporte mediante la ingeniería financiera*", Tesis Doctoral UPM
- Boot, A. y Thakor, A. (2008): "*The accelerating integration of banks and markets and its implications for regulation*", Amsterdam Center for Law & Economics, Working Paper No. 2008-02.
- Boot, A. y Thakor, A. (1997): "Financial System Architecture", *The Review of Financial Studies* (1986-1998), otoño, pp. 693.
- Borod, R., Tan, M. y Gallogly, B.P. (2008): "After the fall: redemption for whole business securitisation?", *Global Securitisation and Structured Finance*, Brown Rudnick Berlack Israels LLP 2008
- Boulding, K. (1950): "*A reconstruction of economics*". Nueva York: Wiley, Science Editions
- Calvo, D., Drexler, A., Flores, C. y Pacheco, D. (2009): "*The effect of the number of lending banks on the liquidity constraints of firms: evidence from aquasi-experiment*", Banco Central de Chile, Documento de Trabajo N° 528
- Carey, M., Prowse, S., Re, J., y Udell, G. (1993): "*The Economics of the Private Placement Market*", Federal Reserve Board of Governors Staff Study, N° 166
- Chemmanur, T. y P. Fulghieri (1994): "Reputation, Renegotiation, and the Choice between Bank Loans and Publicly Traded Debt", *The Review of Financial Studies* (1986-1998), Vol. 7-3 (otoño), pp. 475

Chorafas, D.N. (1994): "*Chaos Theory in the Financial Markets: Applying Fractals, Fuzzy Logic, Genetic Algorithms, Swarm Simulation and the Monte Carlo Method to Manage Market Chaos and Volatility*", Chicago: Irwin Professional Publishing

Coffee, J. (2000): "*Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure*", Working Paper No. 158, Columbia Law School

Committee of Public Accounts (2003): "*Delivering better value for money from the Private Finance Initiative*", Informe 28 del Periodo de Sesiones 2002-2003 de la Cámara de los Comunes HC 764

Cuttaree, V. (2008): "*Successes and Failures of PPP Projects*", Banco Mundial, Varsovia (17 junio)

Dabán, T. y Lamo, A. (1999): "*Convergence and public investment allocation Spain 1980-1993*". Dirección General de Análisis y Programación Presupuestaria, Ministerio de Economía y Hacienda, Documento de Trabajo, Nº D-99001.

Daly, B. (2007): "*The conquest of Europe: Titrisation sans frontières*", EuroWeek (online), disponible en [www.euroweek.com](http://www.euroweek.com) (accedido 14 diciembre 2010)

De Rus, G., Romero, M. y Trujillo, L. (2000): "*Participación privada en la construcción y explotación de carreteras de peaje*", Madrid: Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

Deacon, J. (2004): "*Global Securitization and CDOs*", Chichester: John Wiley&Sons

Denis, D. y Mihov, V. (2003): "The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 70 Nº 1, pp. 3

Diewert, W.E. (1986): "*The measurement of the economic benefits of infrastructure services*", Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems, Vol. 278, Berlin: Springer-Verlag

Downey, C. (1999): "Whole business securitization comes of age", *International Financial Law Review*, septiembre, pp. 8-12

Engel, E., Fischer, R. y Galetovich, A. (1996): "Licitación de Carreteras en Chile", *Estudios Públicos*, N°61, pp. 5-38

Esho, N., Lam, Y. y Sharpe, I.G. (2001): "Choice of Financing Source in International Debt Markets", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 10, pp. 276–305

Esty, B. y Meggison, W. (2002): "Creditor rights, enforcement, and debt ownership structure: evidence from the global syndicated loan market", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38(01), pp. 37-60

Eurostat (2004): "New decisions of Eurostat on deficit and debt: Treatment of Public-Private Partnerships", News Release N°18, 11 febrero, The Statistical Office of the European Communities, Luxemburgo

Fabozzi, F.J. y Choudhry, M. (2004): "The handbook of European structured financial products", Hoboken: John Wiley&Sons

Fabozzi, F.J. (2001): "Accessing capital markets through securitization", Hoboken: John Wiley&Sons

Fabozzi, F.J. y Roever, W.A. (2003): "A primer on securitization", *The Journal of Structured and Project Finance*, Vol. 9 (Verano), pp. 5-19.

Fagan, M. y Frankel, T. (2009): "Law and the Financial System - Securitization and Asset Backed Securities: Law, Process, Case Studies, and Simulations", Lake Mary: Vandeplas Publishing

Fernández, M. (1999): "Política fiscal y capital público: Un modelo de Equilibrio General de la Economía Española" Tesis Doctoral, UAB

Fishbein, G. y Babbar, S. (1996): "Private Financing of Toll Roads", RMC Discussion Paper Series, N° 117, The World Bank.

Flyvbjerg, B., Skamris Holm, M.K. y Buhl, S.L. (2005): "How (In)accurate Are Demand Forecasts in Public Works Projects? The Case of Transportation", *Journal of the American Planning Association*, Vol. 71, N° 2, pp. 131-147

Folgado, J. y Sánchez, A. (1999): "La política presupuestaria y la financiación de las infraestructuras en España", *Revista de Obras Públicas ROP*, Nº 3.391, pp. 11-28.

Frankel, T. (1997), "*Should Funds and Investment Advisers Establish a Self-Regulatory Organization?*", *Financial Services Revolution*, Clifford E. Kirsch, Nueva York: McGraw-Hill

Fuentes Mañas, J.B. (2004): "*Comentarios a la legislación concursal*", Valladolid: Lex Nova

García-Fontes, W. y Serra, D. (1994): "Capital público, infraestructuras y crecimiento" *Crecimiento y convergencia regional en España y Europa*, Vol. 2. Instituto de Análisis Económico, pp. 451-78.

García-Ochoa, D. y Ravina, P. (2006): "La titulización de derechos de crédito futuros", *Expansión*, 21 de febrero

García-Trevijano, E. (1996): "*La resolución del contrato administrativo de obras*", Madrid: Montecorvo

García-Vaquero V. y Maza, L.A. (2003): "La titulización de activos en España: evolución reciente y aspectos para su desarrollo futuro", *Boletín Económico del Banco de España*, Nº2, pp. 53-62

Garrote, D. y del Río, A. (2009): "La financiación de las sociedades no financieras en la UEM" *Boletín Económico Banco de España*, Nº 5, pp. 73-83

Gasser, R.M. (2002): "Whole Business Securitization: The new corporate finance?", UBS Warburg (online), disponible en <http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/wbsubsub.pdf> (accedido 14 diciembre 2010)

Gertner, R. y Scharfstein, D. (1991): "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law", *Journal of Finance*, Vol. 46(4), pp. 1189-222

Gilson, S., John, K. and Lang, L. (1990): "Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Nº 2 (octubre), pp. 315-353

Gómez-Ibáñez, A. (1999): "Las Autopistas Privadas de Peaje de México", Caso Practico No. 5, Curso Sobre Privatización y Regulación de Servicios de Transporte

González-Paramo, J.M. (1995): "Infraestructuras, productividad y bienestar", *Investigaciones Económicas*, Vol. XIX (1), pp. 155-168.

Hertz, D.B. (1964): "*Risk Analysis in Capital Investment*", Boston: Harvard Business Review

Hill, C.A. (2002): "Whole Business Securitization in Emerging Markets", *Duke Journal of Comparative & International Law*, Vol. 2, N° 2, pp.521-531

Hirshleifer, J. (1970): "*Investment, Interest, and Capital*", Englewood: Prentice-Hall

Hoffman, S.L. (2008): "*The law and business of international project finance*", La Haya: Kluwer Law International (segunda edición)

Holtaway, O. (2004): "*How Welcome Break shareholders exploited securitisation loophole*", Credit (online), disponible en [www.financeweek.co.uk/item/138](http://www.financeweek.co.uk/item/138) (accedido 14 diciembre 2010)

Hurley, W. (1998): "On the Use of Martingales in Monte Carlo Approaches to Multiperiod Parameter Uncertainty in Capital Investment Risk Analysis", *The Engineering Economist*, Vol. 43, N° 2, pp. 169-183

Huse, J.A. (2002): "*Understanding and negotiating turnkey and EPC contracts*", Londres: Sweet&Maxwell (segunda edición)

Islam, M. y Mohamed, S. (2007): "*Fuzzy Financial Model For Optimization Of A BOT Investment Decision*", Cuarta Conferencia Internacional de la Construcción en el Siglo XXI, 11-13 julio, Golden Coast (Australia)

Izquierdo, R. y Vassallo, J.M. (2004): "*Nuevos sistemas de gestión y financiación de infraestructuras de transporte*", Madrid: Colegio de Caminos, Canales y Puertos

Jobst, A. A. (2005): "*Asset Securitisation as a Risk Management and Funding Tool: What Does it Hold in Store for SMES?*", Working Papers, Fondo Monetario Internacional

- Johnson, S. (1997): "An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, N° 1, pp. 47-67
- Keynes, J.M. (1936): "*Teoría General de la Ocupación, Interés y el Dinero*", San Diego: Fondo de Cultura Económica USA (edición en español)
- Khotari, V. (2006): "*Securitization: the financial instrument of the future*", Singapur: John Wiley&Sons (segunda edición)
- Kriegler, A. (2006): "*Construction Risk in Privately-Financed Public Infrastructure (PFI / PPP / P3) Projects*", Moody's Investors Service
- Krishnaswami, S., Spindt, A. y Subramaniam, V. (1999): "Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51 (marzo), pp. 407-434
- Laborda, A. y Fernández, M.J. (2010): "Previsiones económicas para España 2010-2011", FUNCAS, *Cuadernos de Información Económica*, N° 216 (mayo/ junio), pp. 1-13
- Larios, D. y Lomas, V. (2007): "Modelos de colaboración público-privado para la construcción y gestión de infraestructuras sanitarias", *Derecho y Salud*, Vol. 15, N° 2, pp. 289-346
- Latham&Watkins (2009): "Client Alert N° 914" (online), disponible en [www.lw.com](http://www.lw.com) (accedido 14 diciembre 2010)
- Leblanc-Wohrer, M. (2001): "*Growing Success for Whole Business Securitization*", Asset Securitization Report (febrero)
- Lippman, S.A. y McCall, J.J. (1986): "An Operational Measure of Liquidity," *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 76(1), pp. 43-55
- Lynde, C. y Richmond, J. (1992): "The role of public capital in production", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. LXXIV (1), pp. 37-44.
- Lyonnet du Moutier, M. (2006): "*Financement sur projet et partenariats public-privé*", Cormelles : Editions Management & Société



Macaulay, S.J. (2004): "*US: the role of the securitisation trustee*", Gardner Carton & Douglas LLP

Macy, S.C. (2002): "*Moody's Approach to rating operating company securitization*", Moody's Investors Service

Manzano, M.C. (2007): "La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera", *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España, Nº 13, pp. 35-52

Marqués, J.M., Nieto, F. y del Río, A. (2005): "Los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras españolas", *Boletín Económico*, Banco de España, Nº 3, pp. 45-54

Marqués-Ibañez, D., Kara, A. y Altunbas, Y. (2009): "*Syndicated loans versus corporate bonds*", Banco Central Europeo, Working Paper Series Nº 1028 (marzo)

Mas, M., Maudos, J., Pérez, F. y Uriel, E. (1996): "Infrastructures and productivity in the Spanish regions", *Regional Studies*, 30(7), pp. 641-49.

Mas, M., Pérez, F. y Uriel, E. (2007): "*El stock y los servicios del capital en España y su distribución territorial*", Valencia: Fundación BBVA-IVIE

Menéndez, A. (2003): "*Presentación de la Ley Reguladora del Contrato de Obras Públicas*", Madrid: Centro de Publicaciones del Ministerio de Fomento

Metropolis, N. (1987): "*The beginning of the Monte Carlo method*", Los Alamos Sciences, Edición Especial

Ministerio de Fomento (2008): "*Anuario Estadístico*", Madrid: Centro de Publicaciones del Ministerio de Fomento

Moody's (1999): "*City Aviation Finance Limited, New Issue Report*", Moody's Investors Service

Moody's (2001): "*True sale assailed: implications of In re LTV Steel for Structured Transactions*", Moody's Investors Service

Moody's (2006): "*Operational Toll Roads*", Moody's Investors Service

Moody's (2007): "*Thames Water Utilities Cayman Finance Limited/Thames Water Utilities Finance Limited Presale Report*", Moody's Investors Service

Moody's (2008): "*2007 Review and a Look Ahead to 2008: Esoteric Asset-Backed Securities*", Moody's Investors Service

Morton, R. (2005): "*The changing face of the structured finance markets: a trustee's perspective*", Deutsche Bank (online), disponible en [http://www.globalrestructuring.com/05Intros/032\\_034.htm](http://www.globalrestructuring.com/05Intros/032_034.htm) (accedido 14 diciembre 2010)

Mulford, C.W. y Comiskey, E.E. (2005): "*Creative cash flow reporting: uncovering sustainable financial performance*", Hoboken: John Wiley&Sons

Muller, R.H. (1996): "Examining Toll Road Feasibility Studies", *Municipal Credit Monitor*, J.P. Morgan Securities Inc.

Ojah, K. y Manrique, J. (2005): "Determinants of corporate debt structure in a privately dominated debt market: a study of the Spanish capital market", *Applied Financial Economics*, Vol. 15, pp. 455-468

Osuna, J. (2002): "La utilización del credit enhancement como instrumento para la financiación de proyectos", *Revista de Obras Públicas*, N° 149, pp. 201-206

Palacios, L.F. y Herrera, M.A. (2009): "Presupuesto del Grupo Fomento de 2009", *Presupuesto y Gasto Público*, N° 54, pp. 141-168

Pantoja, J.M. y Lloret, A.M. (1861): "*Ley Hipotecaria, comentada y explicada*", Madrid: Librería Leocadio López

Payá Pujadó, A. (2002): "*Régimen legal de la titulación*", Valencia: Tirant lo Blanch

Pfister, B. (2000): "*Whole Business Securitisations: A Unique Opportunity for UK Assets*", Moody's Investors Service

Pina, V. y Torres, L. (2004): "La financiación privada de infraestructuras públicas: El peaje en la sombra". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXXIII N° 123 (octubre - diciembre), pp.899-934

Polakovic, L. (2008): "*Public Private Partnership (PPP) and Credit Risk*", Standard&Poor's, presentación ante la Comisión Económica para la Unión Europea de las Naciones Unidas, Ginebra, 28 febrero

Project Finance Institute (2004): "*A guide to the Project Management Body of Knowledge*", Filadelfia: Project Finance Institute

Pryke, M., y Freeman, T. (1994), "Mortgage-Backed Securitization in the United Kingdom: The Background", *Housing Policy Debate*, Vol. 5, Nº 3, pp. 307-342

Rebollo, A. y Martínez, J. (2010): "*El nuevo marco práctico y legal para el desarrollo de infraestructuras mediante Asociaciones Público Privadas y medidas de intervención financiera. Diagnóstico de la situación actual y recomendaciones revisadas*", *Reflexiones*, Nº 10, 38 pp. 5-43

Reinhardt, W.J. (1996): "1996 International Major Projects Survey", *Public Works Financing*, Vol. 87 (octubre)

Richmond, J.E.D. (1998): "*New rail transit investments: A review*", Cambridge: Harvard University, John F. Kennedy School of Government

Rigby, P. (2005): "Project finance risk credit analysis", en Davis, H.A. (2005): "*Infrastructure finance: trends and techniques*", Londres: Euromoney Institutional Investors

Robusté, F. (1999): "Una optimización simple en la gestión de carreteras con peaje en la sombra", *Actas del IX Congreso Chileno de Ingeniería del Transporte*, Santiago de Chile, 18-22 octubre

Romero, B. (2005): "*El concurso de acreedores y las cesiones de crédito*", *Estudios de Derecho Concursal*, Madrid: Civitas

Ruiging, S. (2008): "On Financing for Port Projects by Asset-Backed Securitization in China", en Cohn, L.F. (2008): "*Transportation and Development Innovative Best Practices 2008*", Reston: American Society of Civil Engineers

- Sánchez, A. (2002): "Política de infraestructuras y política económica", *Revista de Obras Públicas*, Nº 3.428, pp.7-11
- Santos, J. y Tsatsaronis, K. (2003): "*The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate euro bond underwriting*", BIS Working Papers, Nº 134 (septiembre)
- Sardá, S. (2005): "*La titulación de derechos de crédito futuros: propuesta de una metodología aplicada a los peajes de autopista*", Tesis Doctoral Universidad Rovira i Virgili
- Schwarcz, S. L. (1990): "*Structured Finance: The New Way to Securitize Assets*", Duke Law Faculty Scholarship. Paper 989.
- Schwarcz, S. L. (1994): "The Alchemy of Asset Securitization", Duke Law Faculty Scholarship. Paper 988.
- Sechler, B. (2009): "*Macquarie Infrastructure Cuts Toll-Road Values Amid Downturn*", Dow Jones News Service, 20 de agosto
- SEOPAN (2009): "*Situación actual del sector y papel de la inversión en infraestructuras en el desarrollo económico*", IV Encuentro del Sector de las Infraestructuras, Madrid, 28 de mayo
- Shavell, S. (1979): "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship," *Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation, Vol. 10(1), pp. 55-73
- Shenker, J.C. y Colletta, A.J. (1991): "Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers", *Texas Law Review*, pp. 1369-1382
- Small, K.A. y Winston, C. (1999): "The demand for transportation: models and applications", en Gómez-Ibáñez, A., Tye, W.B. y Winston, C.: "*Essays in Transportation Economics and Policy. A Handbook in Honor of John R. Meyer*", Washington D.C.: Brookings Institution Press
- Smith, R.C. y Walter, I. (1997): "*Global Banking*", Oxford University Press, New York.
- Song, F. y A. Thakor (2008): "*Financial system architecture and the co-evolution of banks and capital markets*", Working Paper, Pennsylvania State University.
- Standard&Poor's (2005): "*Structured Finance Market Opinion*", febrero 2005

Standard&Poor's (2006): "*The Amazing Growth Of Global Infrastructure Funds: Too Good To Be True?*"

Standard&Poor's (2007): "*Corporate securitization Ratings, Reaching new frontiers, Global Credit Survey 2007*"

Standard&Poor's (2008): "*Ten years of rating European corporate securitization transactions – An introspective Look*", febrero 2008

Standard&Poor's (2008b): "*Accreting Debt Obligations And The Road To Investment Grade For Infrastructure Concessions*", Global Project Finance Yearbook 2008

Suárez, A. (2005): "*Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*", Madrid: Pirámides

Tapia, A.J. (1998): "*Sociedades, fondos de inversión y fondos de titulización*", Madrid: Dykinson

Thomas, H. y Wang, Z. (2004): "The integration of bank syndicated loan and junk bond markets", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28 (febrero), pp. 299-329

Trujillo, L., Quinet, E. y Estache, A. (2002): "*Forecasting the Demand for Privatized Transport: What Economic Regulators Should Know and Why*", World Bank Policy Research Working Paper N° 2446

UBS Warburg (2000): "*Whole business securitisation: The new corporate finance?*", UBS Warburg Papers (online), disponible en [www.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/wbsubsub.pdf](http://www.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/wbsubsub.pdf) (accedido 14 diciembre 2010)

Uría, F. (2006): "La titulización de los derechos de crédito de los concesionarios. El problema del concurso del cedente. Estado de la cuestión", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*

Vassallo, J.M. y Baeza, M.A. (2008): "*Traffic uncertainty in toll motorway concessions in Spain: an analysis of the ramp-up period*", Transyt Working Paper 2008-01-EN. Universidad Politécnica de Madrid

- Vázquez, T. (2004): “*La financiación de los concesionarios de obras públicas mediante la titulación y el nuevo Derecho Concursal*”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*
- Vélez, M. y García-Villarrubia, M. (2005): “La cesión de créditos futuros frente a la Administración según la última reforma del artículo 100 de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas”, *Actualidad Jurídica de Uría Menéndez*, N°12
- Villar Ezcurra, J.L. (2001): “Las infraestructuras públicas: viejos y nuevos planteamientos”, *Revista de Derecho de las Telecomunicaciones e Infraestructuras en Red*, Vol. 10, pp. 79-118
- Vinter, G.D. y Price, G. (2006): “*Project finance: a legal guide*”, Beccles: Sweet&Maxwell
- Walker, J.L. (1998): “*Change and Prosperity: The Aspen Institute Program on the World Economy*”, de Simpson Thacher & Bartlett, 1998. Informe de la Conferencia, pp. 31-39 (19-22 agosto)
- Wilkie, T. (2009): “Monoline bond insurance, where do we go?”, *Structured Finance Report*, Euroweek, mayo 2009
- Yarett, J.E. (2004): “U.S. Operating-Asset or Whole-Business Securitization: An Effective New Financing Technique”, *Journal of Structured Finance*, Vol. 10, N° 3, pp. 69-75
- Yescombe, E.R. (2007): “*Public-private partnerships: principles of policy and finance*”, Oxford: Butterworth-Heinemann
- Zhang, X. (2005): “Financial Viability Analysis and Capital Structure Optimization in Privatized Public Infrastructure Projects”, *Journal of Construction Engineering and Management*, Vol. 131, N° 6, pp. 656-668

## LISTADO DE ACRÓNIMOS

CCPP: Contrato de Colaboración Público Privada

CDO: Collateralized Debt Obligation, derivado de crédito

CLO: Collateralized Loan Obligation, derivado de crédito

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización

ESF: European Securitization Forum

FTA: Fondo de Titulización de Activos

FTH: Fondo de Titulización Hipotecaria

LBO: Leveraged Buy-Out, compra apalancada de una compañía

LC: Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal

LCAP: Real Decreto Legislativo 2/2000, de 16 de junio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas.

LCC: Ley 13/2003, de 23 de mayo, Reguladora del Contrato de Concesión de Obras Públicas

LCSP: Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público

LRECR: Ley 1/1999, de 5 de enero, Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo

PEI: Plan Extraordinario de Infraestructuras

PLCF: Proyecto de Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas

PLES: Proyecto de Ley de Economía Sostenible

RACSD: Ratio Anual de Cobertura del Servicio de la Deuda

RCVD: Ratio de Cobertura sobre la Vida de la Deuda





## APÉNDICE A: ORÍGENES DE LA TITULIZACIÓN

Resulta interesante comenzar esta perspectiva histórica resaltando la referencia que Business Week hace sobre Lewis S. Ranieri y su influencia en el nacimiento de la titulización:

*“El pasado cuarto de siglo ha contemplado una revolución en las finanzas. Se siente cada vez que un propietario firma una hipoteca o solicita una tarjeta de crédito. Nadie puede reclamar haber encendido la mecha de esta revolución, pero Lewis S. Ranieri portaba la cerilla. Habiendo ingresado en el nuevo equipo de negociación de activos hipotecarios de Salomon Brothers a finales de los setenta, la persona que había abandonado sus estudios universitarios se convirtió en el padre de la titulización, la palabra que acuñó para denominar la conversión de hipotecas residenciales en bonos que podían ser vendidos en cualquier punto del mundo. Aquello que Ranieri calificó como “alquimia” aligeró las restricciones al sueño americano, creó un modelo para reducir costes en todo, desde las tarjetas de créditos hasta la deuda del tercer mundo – y lanzó una industria multimillonaria”<sup>50</sup>.*

El libro Liar’s Poker<sup>51</sup> describe de forma coloquial el trabajo desarrollado por este estructurador al ser solicitado por sus superiores para desarrollar un mercado de bonos respaldados por hipotecas:

*“Bob Dall, un trader de Salomon, tuvo la idea de crear un bono hipotecario. ¿Por qué no juntar un montón de hipotecas similares, trocearlas en lonchas finas y venderlas como bonos en los mercados financieros? Respuesta: porque nadie quería comprar un activo que expiraba en el peor momento. Pese a todo, Dall hizo un intento. Llamó a Lewis Ranieri y le encargó que inventara un mercado de bonos hipotecarios.*

*Ranieri sabía que se enfrentaba a una misión imposible. Hinchó todo lo que pudo su nuevo departamento, para que fuera más difícil cerrarlo, y contrató a tipos que se le parecía(...)*

*Entonces ocurrió el milagro. El gobernador de la Reserva Federal, Paul Volcker, liberó los tipos de interés. Y el Congreso aprobó una ley que subvencionaba las pérdidas de las cajas de ahorros. Los gestores de las cajas se apresuraron a desprenderse de sus hipotecas, asumiendo pérdidas de hasta el 50%. Ranieri y su grupo de gordos se convirtieron en*

<sup>50</sup> Artículo publicado en el Business Week, con fecha 29 de noviembre de 2004

<sup>51</sup> De Michael Lewis, Penguin Books (1989)

*compradores de hipotecas. Adquirían baratas las deudas de las familias estadounidenses, las amasaban y las transformaban en papel avalado.”*

El propio Ranieri<sup>52</sup> relata en primera persona cómo Salomon Brothers trabajó desde 1975 a 1977 en el embrión de la primera operación de emisión de títulos de deuda respaldados por paquetes conformados por un elevado conjunto de hipotecas a particulares. Entre las dificultades reseñadas por el autor (y estructurador de la propia operación) se encuentra la inexistencia de un régimen fiscal adecuado. Finalmente, es en 1977 cuando ve la luz la primera operación de este tipo, emitida por Bank of America y Salomon Brothers. Esta primera operación encuentra graves problemas legales como consecuencia de no ajustarse al tipo de inversiones permitidas por los reguladores en un buen número de estados. Ranieri describe los esfuerzos realizados entre 1977 y 1980 como “frustrantes”. Finalmente, no sería hasta el momento en el que el equipo de Salomon Brothers involucró en el proyecto a la agencia federal Freddie Mac<sup>53</sup> cuando la titulización alcanzó el impulso institucional necesario para llegar a buen puerto. La primera operación con éxito fue la titulización de una cartera de hipotecas perteneciente a Perpetual Savings.

La idea subyacente a estas primeras titulizaciones era que los bancos que concedían hipotecas a particulares para la adquisición de viviendas “empaquetaban” en carteras un número considerable de las mismas y las cedían a vehículos (sociedades instrumentales) que canalizaban los pagos de los titulares de las hipotecas hacia los inversores que habían adquirido estos “paquetes” de deuda a los bancos originadores de las hipotecas.

El propio Ranieri fue desde el principio consciente de la importancia del análisis matemático necesario para modelizar cómo los flujos procedentes del conjunto de titulares de las hipotecas iban a satisfacer los pagos a los titulares de los títulos de deuda. A tal fin, procedió a contratar profesionales con un buen perfil cuantitativo (doctores en disciplinas de ciencias, matemáticos etc., conocidos como “*quants*” en la jerga financiera).

Los años ochenta del pasado siglo supusieron un éxito rotundo para el desarrollo de la titulización hipotecaria en Estados Unidos, especialmente ante la buena acogida por los

---

<sup>52</sup> A través del capítulo “The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential” del libro “A primer on securitization” de L. Kendall (The MIT Press, 2000)

<sup>53</sup> Denominación coloquial de la Federal Home Loan Mortgage Corporation

inversores, a los que se les ofrecían rentabilidades muy superiores a las emisiones de deuda pública.

La consolidación de esta práctica entre los bancos originadores de Estados Unidos animó a sus homólogos británicos a emprender el mismo camino, motivado por tres causas:

- Londres ha constituido siempre la principal plaza financiera de Europa
- El grado de flexibilidad de la legislación inglesa y su mayor similitud al marco legal estadounidense hacían especialmente fácil la exportación de la idea
- La propia presencia de equipos de los principales estructuradores estadounidenses basados en Londres y que ya contaban con experiencia en titulaciones en EE.UU. constituía un puente ideal de propagación de este tipo de operaciones.

Salomon Brothers, el estructurador pionero en las titulaciones hipotecarias en EE.UU. envía un equipo encargado de realizar operaciones similares en el Reino Unido (Daly, 2007), y fruto de ello ve la luz en el año 1987 la primera operación de titulación de hipotecas en esta jurisdicción mediante una cartera cedida por el National Home Loans, actualmente Paragon (Freeman y Pryke, 1994).

Mayores dificultades tendría la titulación para ser trasladada al continente europeo. Al igual que la legislación inglesa mostraba una flexibilidad acorde a las necesidades de la titulación, la falta de un marco regulatorio en los países donde el código civil restringe el desarrollo de ciertas prácticas financieras. Este obstáculo no se presentó como insalvable, y a comienzos de los noventa no fue inusual ver operaciones pioneras en estas jurisdicciones que eran emitidas a través de terceros países (operaciones “*offshore*”, generalmente en Reino Unido o Irlanda).

Pero la importancia de un sector tan incipiente animó a distintos legisladores en el continente a desarrollar un marco jurídico adecuado que permitiera la emisión de este tipo de operaciones en sus propias fronteras, sirviendo así a los fines de los respectivos mercados financieros nacionales. Así, a la legislación francesa promulgada en 1988, le siguen marcos normativos en países como España (1992)<sup>54</sup> o Italia (1999). No fue éste sin embargo el caso de Alemania,

---

<sup>54</sup> Podría hacerse referencia a operaciones offshore anteriores a dicha fecha, como la producida en 1991 bajo la denominación Citibank Hipotecas I

cuyo marco legislativo general permitía el desarrollo de la titulización sin necesidad de desarrollar un marco normativo específico para esta práctica.

**Tabla A.1: Principales hitos en la historia de la titulización**

Año	Acontecimiento
1970	Primeros títulos hipotecarios “pass-through” emitidos por GNMA en EE.UU.
1977	Primera titulización sin garantía gubernamental en EE.UU. emitida por Bank of America
1983	Freddie Mac emite en EE.UU. la primera obligación hipotecaria colateralizada (CMO)
1985	Primera titulización no hipotecaria en EE.UU. respaldada por leasings de equipos informáticos (Sperry Lease Finance Corporation)
1987	Primera titulización emitida en Europa (Reino Unido) respaldada por hipotecas del National Home Loans El Republic Bank de Delaware emite en EE.UU. la primera titulización de tarjetas de crédito
1988	Francia desarrolla su ley de titulización
1990	Primera titulización no hipotecaria en Alemania respaldada por préstamos al consumo originados por una filial de Citibank  Primera titulización no hipotecaria en Italia respaldada por préstamos al consume originados (Chariots 1)
1991	Primera titulización hipotecaria en España (Citibank España)
1993	Desarrollo del marco legal para la titulización en Japón

Fuentes: Elaboración propia y Grupo Fredell

## APÉNDICE B: CASOS REALES DE ESTUDIO

### EJEMPLO PRÁCTICO 1: CITY AVIATION FINANCE

Como ejemplo de la aplicación de la titulización corporativa al caso de un gestor de infraestructuras puede citarse la operación “City Aviation Finance”, que supuso la titulización en 1999 de los ingresos generados por el London City Airport, el más céntrico de los aeropuertos del área metropolitana de la ciudad de Londres. El volumen de emisión se elevó a 100 millones de libras esterlinas, logrando una calificación por Moody’s de Baa2 (Moody’s, 1999).

El proceso de lanzamiento de esta operación se benefició tanto de las buenas perspectivas del sector del transporte aéreo, como de la buena calidad del activo. Otros elementos considerados decisivos en el impulso de la operación fueron las barreras de entrada existentes para nuevos competidores, tanto por el volumen de inversión necesario, como por una política restrictiva en el planeamiento de nuevas infraestructuras aeroportuarias en el Reino Unido.

Entre las debilidades de la transacción, pueden citarse que el buen fin de la operación dependía del comportamiento de un único activo, en un sector ya de por sí sujeto a la presión de la competencia (el área metropolitana de Londres consta de cuatro aeropuertos principales).

Una mala gestión empresarial podría haber supuesto una situación de insolvencia de la sociedad operadora. También podría haberse producido una situación de insolvencia ante la aparición de un elemento externo que provocase la caída del tráfico originado por el aeropuerto. En este último caso, sería bastante improbable que un tercer operador se hiciese cargo de la explotación de las instalaciones aeroportuarias. Adicionalmente, el posible uso alternativo de los activos ante un cese de la actividad aeroportuaria no suponía una garantía sólida para la operación, porque el valor del terreno no hubiera proporcionado una posibilidad de recobro acorde con las obligaciones de pago de la transacción. Ante la incertidumbre en el repago de las obligaciones con los bonistas en una posible situación de insolvencia del originador, así como ante el limitado valor residual de los activos del aeropuerto en el caso de liquidación, la calificación crediticia de Baa2 asignada por Moody’s a la operación estuvo muy próxima a la calificación crediticia intrínseca del originador.

La emisión, inicialmente planeada con un vencimiento a 22 años, fue prepagada en su totalidad a comienzos de 2007, ocho años después de su lanzamiento.

El interés por estructuras de titulización de ingresos generados por aeropuertos ha llegado a la actualidad, si bien la crisis en los mercados de capitales desde 2008 ha impedido el desarrollo de esta técnica, tal como sucedió con el inicial interés de Ferrovial por recurrir a la titulización como técnica para refinanciar la deuda por la adquisición del operador aeroportuario británico BAA<sup>55</sup>.

### **EJEMPLO PRÁCTICO 2: WELCOME BREAK FINANCE**

En 1997 se produce una de las primeras titulizaciones de flujos globales, Welcome Break Finance. Welcome Break es una empresa especializada en la gestión de áreas de servicio y hoteles situados en la red de autopistas del Reino Unido. El objetivo de esta operación era la refinanciación de la compra de esta compañía por la firma de inversión Investcorp, con origen en Bahrein.

A tal fin, se diseñó una estructura a través de la cual se titularían los flujos generados por la empresa Welcome Break, que serían transferidos a un vehículo, Welcome Break Finance. Este vehículo emitiría unos bonos por un volumen de 321 millones de libras esterlinas, divididos en dos tramos:

---

<sup>55</sup> "BAA's 7.15 bln pound loan refinancing to test market", Reuters, 25 de junio de 2008

**Tabla B.1: Características de los tramos emitidos en la operación**

<i>Fecha de Vencimiento</i>	<i>Importe Inicial</i>	<i>Cupón</i>	<i>Calificaciones Iniciales</i>	
			<i>Fitch</i>	<i>S&amp;P</i>
Clase A1				
Junio 2007	42.000.000	LIBOR 3 meses + 0,65%*	BBB	A
Clase A2				
Marzo 2011	85.000.000	LIBOR 3 meses + 0,85%*	BBB	A
Clase A3				
Septiembre 2015	127.000.000	7,95%	BBB	A
Clase B				
Septiembre 2017	67.000.000	8,284%	BB-	BBB
Línea de Crédito				
	9.750.000	--	BBB	--

*Fuente: Elaboración propia a partir de información de las agencias de calificación*

\* Cap al 10% hasta 2004 y 12.5% a partir de ese año

Esta emisión de deuda fue colocada en el mercado de capitales, y a cambio del desembolso de los 321 millones de libras esterlinas, los inversores en los bonos recibirían un tipo de interés variable en el caso de las Clases A1 y A2, y fijo en el caso de las Clases A3 y B, durante unos plazos que oscilaban entre los diez años para la Clase A1, y los veinte años para la Clase B. El volumen de emisión se elevó a 376 millones de libras esterlinas tras la emisión de 55 millones de libras esterlinas de deuda adicional en 1998.

Con respecto al repago del principal a los bonistas, la estructura presentaba un periodo de carencia de siete años, entre 1997 y junio de 2004, en el cual el vehículo sólo debía satisfacer el pago de intereses a los bonistas, sin necesidad de efectuar desembolso alguno en concepto de repago del principal de la deuda.

El perfil de amortización establecido en la estructura contemplaba el repago de 8.7 millones de libras esterlinas en junio de 2004, cantidad que se incrementaba hasta 12,1 millones de libras esterlinas a pagar trimestralmente a los bonistas. Las expectativas de repago de la deuda se

basaban en un crecimiento moderado de los ingresos durante los primeros años de la operación.

### **Detección del problema**

Desde 2001, la compañía no mostraba síntomas de ser capaz de aumentar su EBITDA anual, con lo cual comenzó el temor a que no pudiera afrontar el repago de la deuda a partir de 2004.

Tras incumplir las expectativas, y tras varios años de crecimiento prácticamente plano, en 2002 el EBITDA llegó incluso a decrecer. Las primeras soluciones aportadas por el equipo directivo de la empresa consistieron en la venta de algún activo con el objeto de financiar inversiones. Se propugnó en ese momento un plan trianual de desarrollo, enfocado a actualizar el modelo operativo de la empresa, con objeto de adaptarse a las nuevas demandas de los usuarios de las áreas de servicio en autopistas.

En mayo de 2002, Standard&Poor's realizó la primera bajada de calificación a todos los tramos de la operación (de A a BBB para los tramos A1/A2/A3 y de BBB a BB a la Clase B). El EBITDA alcanzó los 47,6 millones de libras esterlinas en 2001, significativamente en línea con el nivel de 2000, y el incremento en los ingresos de la empresa (2,6%) se vio superado ampliamente por el incremento en los costes (4,5%). La agencia apuntó la necesidad de inversión por parte de la empresa para conseguir un incremento sostenible en sus beneficios, previendo que, en caso de no ejecutar estas inversiones, los márgenes operativos continuarían deteriorándose. Una de las decisiones adoptadas fue la firma de un contrato de venta y posterior alquiler con derecho a recompra ("*lease-back*") de algunos terrenos.

En febrero de 2003 la agencia de calificación Fitch rebajó la calificación de los tres tramos de la Clase A de BBB a BBB-, la Clase B de BB- a B+, y la línea de crédito de BBB- a BBB, además de dejar en vigilancia la calificación de los tramos de la Clase A y la línea de crédito. Esta acción tuvo una consecuencia adicional, al obligar a los bonistas de la Clase B a deshacer su inversión.

Según Fitch, el que el EBITDA de la compañía no se incrementase se debía a que el incremento anual en los ingresos brutos (5,7%) era inferior al incremento anual en los costes



(7,5%), imposibilitando un aumento de los beneficios. La agencia de calificación señaló los costes salariales y de aseguramiento como los causantes del incremento de los gastos.

En término de beneficios, y siguiendo con los datos mostrados en la nota de prensa informativa de la acción sobre la calificación de Welcome Break Finance, el EBITDA en 2002 se elevó a 36,5 millones de libras esterlinas, frente a los 39,8 en 2001. Para un EBITDA en el entorno de 38 millones anuales, y considerando el repago del principal de la deuda a partir de junio de 2004, se llegaría a un Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSD) en el entorno de 0,9x para los bonos BBB- y 0,8x para los bonos B+. Un estrés adicional a los tipos de interés (en tanto las Clases A1 y A2 estaban ligadas a tipos de interés variables), asumiendo un incremento del Libor al 7%, llevaría a un RCSD de 0,82x y 0,73x respectivamente.

#### **Publicación del análisis de RBS (mayo 2002)**

La bajada de calificación por parte de la segunda agencia aceleró la aceptación en público de la existencia de un serio problema por parte de Investcorp. Así, entre junio y julio de 2003 comenzó un largo periodo de negociaciones entre todas las partes con el objeto de llegar al acuerdo más beneficioso para todas las partes, prolongándose estas negociaciones durante un año.

Entre junio y julio de ese año se suceden hasta cuatro distintas propuestas de Investcorp a los bonistas para adquirir sus bonos a un descuento sobre su valor nominal.

En enero de 2004 se produce una nueva oferta, esta vez ofreciendo un precio a la par del valor nominal para las Clases A1, A2 y A3, y un descuento del valor nominal del 55% sobre la Clase B.

La documentación establecía que para cualquier oferta de recompra de los bonos al descuento, era preciso el consentimiento de al menos un 75% de los bonistas.

Los bonistas de las clases "senior" no tenían por tanto inconveniente en aceptar esta oferta, estando el problema para cerrar el acuerdo en los bonistas de la deuda subordinada, que no aceptarían el descuento ofrecido en su inversión. Debe hacerse notar que, bajo los términos recogidos en la operación, los bonistas de la deuda subordinada tenían derecho de veto

durante el transcurso normal de la misma, pero esta situación cambiaba en caso de insolvencia del vehículo.

Uno de los requisitos legales en este tipo de operaciones es que el vehículo sólo se puede declarar insolvente (una vez más, precisar que se trata de figuras legales británicas, no extrapolables en ningún caso a fondos españoles) si la compañía operadora de los activos incumpliera sus compromisos bajo el préstamo que le confiere el vehículo, en tanto la estructura garantiza teóricamente la continuidad en la explotación del negocio con independencia de la posible insolvencia de la empresa originalmente operadora.

La acción de Investcorp consistió en acordar con la compañía operadora, Welcome Break, la asunción de su deuda, pero sólo bajo el supuesto de que el vehículo, Welcome Break Finance, fuese declarado en administración concursal. Se pretendía por tanto lograr una situación al menos muy lejana al espíritu de una operación de este tipo:

1. Conseguir la administración concursal del vehículo
2. Conseguir que las obligaciones de la compañía explotadora hacia el vehículo no se incumpliesen, permitiendo así la continuidad de la compañía explotadora al frente del negocio

A fin de lograr el segundo punto, Investcorp ofreció a Welcome Break Finance un préstamo para el pago de los intereses de la deuda con vencimiento en marzo de 2004. La no insolvencia de la compañía explotadora impedía a su vez a los bonistas hacerse con el control en la gestión del negocio, que como se ha visto a lo largo de todo el capítulo, es una de las principales garantías que se les ofrece a los bonistas para fortalecer su posición. En un siguiente paso, Investcorp nombró dos “*administrative receivers*”, según lo definido en el presente capítulo.

El final de este caso de estudio es distinto al esperado por Investcorp, que contemplaba la figura del “*administrative receiver*” como sujeta a la voluntad de los bonistas “senior” en situación de conflicto de intereses, como era el caso, y en tanto dichos bonistas “senior” eran favorables a la oferta de Investcorp, ésta podría deshacerse de los bonistas subordinados ofreciendo un descuento sobre el valor nominal de los bonos de la Clase B. Pero por el

contrario, los “*administrative receivers*” tomaron la decisión de no autorizar la compra al descuento de los bonos por Investcorp a menos que existiese un proceso de información abierto a otros posibles compradores (“*due diligence*”), y que de no producirse un incumplimiento en las obligaciones de pago de la empresa explotadora, velarían por la continuidad del negocio.

Según nota de prensa emitida por la propia compañía (26 de febrero de 2007), la refinanciación se completó con éxito en dicha fecha, reduciendo la exposición a Welcome Break Holdings Limited en el balance de Investcorp de 143 millones de libras esterlinas a 31 de diciembre de 2006 hasta 28 millones de libras esterlinas.

### **Conclusiones del ejemplo**

Los errores en el análisis del activo suelen ser la primera causa de la aparición de problemas dentro del discurrir de este tipo de operaciones

De acuerdo a Holtaway (2004), se produjeron distintos acontecimientos del lado de la demanda que trastocaron las previsiones en la explotación de áreas de servicios en el Reino Unido. Las tres principales asunciones que se incumplieron en el caso de este ejemplo fueron:

- Los documentos empleados en la colocación de los bonos mencionaban un aumento en los tráficos de las autopistas del Reino Unido de un 127,6% en el periodo comprendido entre 1981 y 1994, con incrementos anuales del 5,6% en años de expansión económicos e incrementos del 1% en años de recesión. Apunta igualmente otros datos que inducían al optimismo:
- Tendencia creciente en el número de vehículos por habitante en el Reino Unido
- Relajación del marco legal de las áreas de servicio en autopista, que permitirían por ejemplo crear estaciones de servicio cada 15 kilómetros, en vez de los establecidos 30 kilómetros a cierre de la operación.

Siguiendo el análisis de Holtaway (2004), frente a los elementos anteriores que indujeron a asumir un sólido incremento en los ingresos de la compañía, el sector sufrió dos impactos negativos exógenos:

- Crisis del petróleo en 2000

- Reducción del tráfico generado por el turismo como consecuencia de la disminución de la afluencia vacacional al Reino Unido tras los atentados del 11 de septiembre en Estados Unidos.

Una de las estrategias correctivas empleadas por el equipo gestor en este ejemplo fue recurrir al *"lease-back"*. El método de conseguir financiación adicional a través de la venta con posterior pago de alquiler más opción de recompra o *"lease-back"* es contraproducente para los bonistas, pues el interés devengado por el contrato de alquiler impacta en mayores costes operativos, que se sitúan por encima del pago de los intereses a los bonistas en el orden de prelación de pagos de la estructura.

Desde que se detectaron las primeras dudas en el cumplimiento de las obligaciones de pago, los accionistas de la empresa trataron de aprovecharse de las posibles incertidumbres legales existentes en una operación tan compleja como ésta, en la que se carecía de jurisprudencia anterior en caso de insolvencia. Este punto es una evidencia más de la necesidad de eliminar cualquier tipo de ambigüedad legal en el diseño de estructuras de titulación corporativas, con el objeto de eliminar estrategias que se aparten del funcionamiento teórico que todas las partes acordaron. Una pérdida de confianza o un mal fin en una operación pondrán en duda la eficiencia de este tipo de estructuras, lo que puede terminar por cerrar la posibilidad de lanzar nuevas operaciones en el futuro, lo cual es especialmente sensible para empresas que apuesten por dar continuidad a las operaciones de titulación dentro de su estrategia financiera.

En opinión de J. Roome, interviniente en la reestructuración como colíder del grupo Bingham McCutchen, el vericuetto legal se hubiera evitado si la documentación de la operación hubiese contemplado que la insolvencia del vehículo hubiese significado automáticamente el incumplimiento de las obligaciones de la compañía explotadora, garantizando así una condición "espejo" de "default" tanto por incumplimiento en los pagos como por insolvencia del vehículo (Holtawat, 2004)

Finalmente, se hace necesario una comprensión efectiva de la operación, incluso en aquellos mercados que se consideran maduros. En palabras de Holtaway (2004):

*“Todavía se aconseja a los inversores que comprueben la letra pequeña para asegurarse de que, si las cosas van mal, verdaderamente retengan la garantía sobre los activos que creen tener”*



### APÉNDICE C: FONDO DE TITULIZACIÓN “AyT CLUB DE FÚTBOL”

La emisión de bonos de titulización por el Fondo “AyT Club de Fútbol I, FTA” , con un valor de 17,8 millones de euros en julio de 2006, supuso el primer fondo de titulización de derechos de crédito futuros, tras la entrada en vigor de la Orden Ministerial EHA/3536/2005, en noviembre de 2005, único hasta la fecha. El Fondo es gestionado por Ahorro y Titulización, S.G.F.T.

La operación, por un importe de 17,8 millones de euros, consiste en la titulización de los derechos de crédito correspondientes al cobro del canon anual y del precio de la opción de compra de los derechos de propiedad industrial otorgados al Real Racing Club de Santander por el Gobierno de Cantabria, por medio de una empresa pública regional.

Esta sociedad, CEP Cantabria (Sociedad Regional de Coordinación Financiera con las Empresas Públicas de la Comunidad Autónoma de Cantabria) es una empresa propiedad de la Administración autonómica, creada para asesorar en materia financiera a las empresas públicas regionales.

Se trata pues de la operación pionera sobre cesión a un fondo de titulización de derechos de cobro futuros, al amparo de la anteriormente mencionada Orden Ministerial EHA/3536/2005 . Los derechos de cobro futuros que dan origen a esta operación nacen como consecuencia del contrato de “lease-back” existente entre el club de fútbol Real Racing Club de Santander, S.A.D. y la Sociedad Regional de Coordinación Financieras con las Empresas Públicas de la Comunidad Autónoma de Cantabria, S.L.(“CEP Cantabria”).

El objeto de este contrato de “lease-back” son los derechos de propiedad industrial de la marca comercial del club de fútbol. Este tipo de activo está específicamente contemplado en el punto segundo apartado c de la Orden Ministerial:

*“Los frutos o productos derivados de la explotación de una marca o de un nombre comercial, siempre que la marca o nombre comercial se hallen debidamente registrados en los términos establecidos en la Ley 17/2001, de 7 de diciembre, de marcas, o bien, siempre que cumplan lo dispuesto en la normativa extranjera que resulte aplicable”*

Con esta operación, CEP Cantabria contribuía a reforzar la estructura financiera del Racing de Santander otorgándole una licencia exclusiva sobre los Derechos de Propiedad Industrial por

un plazo de once años a cambio de un canon anual de dos millones de euros durante once años, así como una opción de compra de medio millón de euros por los citados derechos al finalizar la licencia.

A su vez, los flujos en la operación se completan con la subvención de dos millones de euros anuales que el club de fútbol recibiría de la Comunidad de Cantabria a cambio de contraprestaciones sociales, con lo cual el pago de las obligaciones del club conforme al contrato de lease-back estaría respaldado, no ya por los propios ingresos generados por el club en su negocio deportivo, sino por la ayuda económica del mismo importe que el club recibe de la entidad administrativa. Es importante resaltar que, de acuerdo a esta premisa, nada obliga a la Comunidad de Cantabria a continuar con el pago de esta ayuda económica (se verá a continuación cómo queda resuelto este riesgo).

Para entender el tratamiento de los riesgos en esta operación, es imprescindible centrar la atención en los supuestos de liquidación del fondo, sujeto a un orden de prelación de pagos predeterminado (de acuerdo a lo establecido en el Artículo 5.3 de la Ley 19/1992 de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria):

1. Circunstancias (incluyendo, aunque no estén limitadas a éstos, cambios en la regulación impositiva a la que esté afectado el fondo) que hagan imposible o extremadamente difícil para la sociedad gestora mantener la solvencia financiera del fondo.
2. La sociedad gestora sea declarada insolvente, o tenga que ser sustituida sin que se encuentre reemplazo en cuatro meses
3. El cedente haya entrado en un proceso de concurso
4. La ayuda económica no es prorrogada más allá de 2016 en iguales o mejoradas condiciones
5. El contrato de “lease-back” se cancela anticipadamente debido a interrupciones en los pagos o incumplimiento de las obligaciones contenidas en el contrato.



6. La cantidad anual a pagar por el club se reduce o se extingue (lo cual puede suceder en el caso de que el club de fútbol pierda las ayudas económicas actualmente proporcionadas por el Gobierno de Cantabria)

7. El club de fútbol se enfrenta a un proceso concursal.

Los anteriores puntos 5, 6 y 7 contemplan el riesgo económico-financiero ligado al club de fútbol, así como el riesgo económico-político ligado al Gobierno de Cantabria. La estructura resuelve la cobertura de estos riesgos mediante el compromiso del cedente (CEP Cantabria) de amortizar los bonos de titulización en su totalidad, así como pagar los intereses devengados, en el plazo de noventa días en caso de que se produjese alguno de los escenarios contemplados en dichos puntos 5, 6 y 7.

Este planteamiento de la operación lleva a una lectura obligada:

1. La operación está sujeta al riesgo de incumplimiento o liquidación del club, así como a la pérdida de subvenciones por parte de éste.

2. Todos estos riesgos están cubiertos, como acaba de verse con anterioridad, por la entidad pública CEP Cantabria.

3. Un incumplimiento de las obligaciones de CEP Cantabria llevaría aparejado un incumplimiento en los compromisos de pago a los bonistas.

4. Como consecuencia de ello, desde el punto de vista crediticio, el nivel de riesgo de los bonos es exactamente igual al poseído por la entidad cedente, CEP Cantabria.

Éste es el razonamiento compartido por la agencia de calificación Fitch (única agencia participante en esta operación), que resuelve el problema de que el cedente no se encuentra calificado por ella mediante una técnica conocida como "*credit estimate*" por la cual las agencias realizan un análisis crediticio de la entidad específica, y como resultado de este análisis se asume una calificación, carente de ninguna otra validez aparte de la medición de su riesgo crediticio en el marco de una operación concreta.

En esta operación en concreto, Fitch determinó un "*credit estimate*" para CEP Cantabria de A+, y como consecuencia directa, ésta fue la calificación asignada a los bonos por la agencia. Es

importante resaltar que la estructura permite asignar una calificación con seguridad superior a la que podría recibir si la operación se basase en la capacidad de pago del propio club de fútbol.

La operación se enfrentaba también a riesgo de tipos de interés, ya que el pago de intereses devengados por el contrato de "lease-back" se define a tipo fijo, mientras el pago a los bonistas deviene intereses a tipo variable (Euribor 6 meses más margen). Este riesgo se mitiga en la operación mediante la inclusión de un "swap" mediante el cual el fondo paga los intereses recibidos del contrato de leasing a la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) como contrapartida de "swap", a la vez que CECA devuelve al fondo la cantidad resultante de multiplicar el Euribor 6 meses por el saldo vivo de los bonos.

La emisión (colocación privada, y por tanto carente de folleto de emisión) fue suscrita íntegramente por la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA).

La principal consecuencia de este caso es que se posibilitó la considerable mejora del balance de una entidad privada no financiera con recurso a la titulización de derechos de cobro futuros. El saneo de las cuentas de la entidad es significativo, dado el elevado nivel de endeudamiento que sufría, unos 23 millones de euros en 2005. Así, en marzo de 2006, tres meses antes del cierre de la operación, el club procedió a la cancelación de un crédito participativo de 10,8 millones de euros contratado en el año 2003 con Caja Cantabria, mediante una financiación puente ofrecida por el Gobierno de Cantabria.

Desde otro punto de vista, resulta curioso comprobar la viabilidad de la operación a pesar del escaso volumen de la misma. El hecho de que se trate de una colocación privada impide conocer los gastos originados por la operación.

## **APÉNDICE D: ARTÍCULO 8 DEL PROYECTO DE LEY DE CAPTACIÓN DE FINANCIACIÓN EN LOS MERCADOS POR LOS CONCESIONARIOS DE OBRAS PÚBLICAS (PLCF)**

Artículo 8. Incorporación a valores negociables de los derechos de crédito del concesionario.

1. Podrán emitirse valores que representen una participación en uno o varios de los derechos de crédito a favor del concesionario, como el derecho al cobro de las tarifas, los ingresos que pueda obtener por la explotación de los elementos comerciales relacionados con la concesión, así como los que correspondan a las aportaciones que, en su caso, deba realizar la Administración o Entidad concedente. La emisión de estos valores se formalizará en escritura pública que, en el supuesto de cesión de las aportaciones, se deberá notificar al órgano contratante, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 4.

Los valores negociables anteriormente referidos se representarán por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta, podrán afectar derechos de crédito previstos para uno o varios ejercicios económicos distintos y ponerse en circulación en una o varias emisiones.

El volumen total de los valores emitidos no podrá superar el 90 por 100 de las inversiones asociadas a la concesión que deba realizar el concesionario, una vez deducidas las subvenciones de capital que hubiera recibido el concesionario.

Tanto las participaciones como directamente los derechos de crédito a que se refiere el primer párrafo de este apartado podrán incorporarse a fondos de titulización de activos que se registrarán por la normativa específica que les corresponda.

De la suscripción y tenencia de estos valores que no esté limitada a inversores institucionales o profesionales, se dejará nota marginal en la inscripción registral de la concesión correspondiente. Asimismo, las características de las emisiones deberán constar en las memorias anuales de las sociedades que las realicen.

2. Siempre que designen previamente a una persona física o jurídica que actúe como representante único ante la Administración a los solos efectos previstos en este apartado, los tenedores de valores a que se refiere el apartado 1 de este artículo podrán ejercer las facultades que se atribuyen al acreedor hipotecario en los apartados 1 y 2 del artículo 11. Si, además, se hubiese previsto expresamente la satisfacción de los derechos de los tenedores

antes del transcurso del plazo concesional, éstos podrán ejercer las facultades a que se refiere el apartado 3 del artículo 10 a partir del vencimiento de los valores.

3. Cuando se produzca causa de resolución de la concesión imputable al concesionario sin que los acreedores hayan obtenido el reembolso correspondiente a sus títulos, el órgano de contratación podrá optar por alguna de las siguientes actuaciones:

a) Salvo que las causas de resolución fuesen las previstas en el artículo 245.b) de la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público, acordar el secuestro de la concesión conforme a lo previsto en el artículo 234 de dicho texto legal a los solos efectos de satisfacer los derechos de los acreedores sin que el concesionario pueda percibir ingreso alguno.

b) Resolver la concesión, acordando con el representante de los acreedores la cuantía de la deuda y las condiciones en que deberá ser amortizada. A falta de acuerdo, la entidad concedente quedará liberada con la puesta a disposición de los acreedores de la menor de las siguientes cantidades:

1ª El importe de la indemnización que correspondiera al concesionario por aplicación de lo previsto en el artículo 247 de la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público.

2ª La diferencia entre el valor nominal de la emisión y las amortizaciones parciales que se hubieran producido.

4. Si se produjera causa de resolución no imputable al concesionario y los acreedores no se hubiesen satisfecho íntegramente de sus derechos, el órgano de contratación podrá optar por actuar conforme a lo previsto en el párrafo a) del apartado anterior o bien por resolver la concesión acordando con el representante de los acreedores la cuantía de la deuda y las condiciones en que deberá ser amortizada. A falta de acuerdo, la entidad concedente quedará liberada con la puesta a disposición de los acreedores de la indemnización que correspondiera al concesionario por aplicación de lo previsto en el artículo 247 de la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público .

5. Quedará siempre a salvo la facultad de acordar la licitación de una nueva concesión una vez resuelta la anterior.