



Introducción

Financiación de grandes proyectos

La aparición de nuevas modalidades y canales de financiación es uno de los pilares fundamentales del proceso de profunda transformación y modernización del sistema financiero español acontecido en los últimos años. La creación de instrumentos financieros que permitan adaptarse en mejores condiciones a las necesidades y preferencias de todo tipo de demandantes y oferentes de fondos, sean minoristas o mayoristas, permite alcanzar niveles superiores de eficiencia asignativa para el conjunto de la economía. En este contexto, las diferentes vías de financiación de grandes proyectos, fundamentalmente de infraestructuras, es, sin duda, una de las innovaciones financieras recientes que mayor interés está despertando entre los agentes financieros.

La financiación de proyectos de elevado monto económico, también denominada *project finance*, es un tema poco conocido en España debido a la falta de tradición de esta alternativa en nuestro sistema financiero. En cambio, en otros países, fundamentalmente en los anglosajones, la experiencia de este vehículo en sus mercados financieros ha sido amplia, y con resultados económicos atractivos para los inversores. En nuestro país, factores de diversa índole justifican el creciente interés por potenciar la participación del sector privado en la financiación y gestión de grandes obras. En primer lugar, un elemento determinante es la necesidad de encontrar nuevas fuentes alternativas de financiación para las infraestructuras en el actual marco de restricciones presupuestarias de las administraciones públicas. En segundo lugar, la cierta estrechez de nuestros mercados financieros, con una oferta limitada de activos financieros, debe verse compensada con la aparición de nuevos instrumentos que resulten rentables para los inversores y que permitan transferir y distribuir el riesgo de determinados proyectos económicos de elevado volumen. Por último, la reciente aprobación de la nueva normativa sobre titulización de activos, regulación que aspira a completar la modernización de nuestros mercados financieros, probablemente estimulará la participación privada en la financiación de infraestructuras.

La titulización es una fórmula de obtención de recursos financieros consistente en la transformación de flujos financieros en valores negociables, fundamentalmente de renta fija. En nuestro país, hasta la aprobación del reciente Real Decreto 926/1998 (de 14 de mayo) regulador de los fondos de titulización de activos y de sus sociedades gestoras, únicamente se podían titular los préstamos con garantía hipotecaria y los créditos resultantes del proceso de la moratoria nuclear. Por esas propias restricciones institucionales y otras razones de diversa índole, la utilización de la titulización como vía de obtención de recursos financieros ha sido, hasta la fecha, bastante limitada en España. No obstante, las perspectivas que se abren a este vehículo financiero son más optimistas con la nueva normativa.

El presente número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO analiza, desde diferentes ópticas, las nuevas posibilidades que se abren en la financiación de grandes proyectos en nuestro país, y el papel de la titulización en este proceso. Para esta labor, se cuenta con tres trabajos, un apartado de opiniones y la sección habitual de legislación relacionada con esta materia.

El primero de los artículos, realizado por **Francisco Pérez y José Manuel Pastor**, profesores de la Universidad de Valencia e investigadores del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, estudia los diferentes problemas y modalidades de la participación conjunta del sector público y entidades privadas en la financiación, provisión y gestión de infraestructuras. Según estos autores, es conveniente asegurar una evolución estable y regular de las inversiones en infraestructuras, con menos efectos procíclicos, y ello puede hacerse mediante la participación de la financiación privada. Las modalidades de participación pública y privada tienen repercusiones sobre la eficiencia y la equidad. Respecto a la primera, la presencia privada tiene un efecto potencialmente favorecedor debido a que obliga a estimar las rentabilidades esperadas de los proyectos y a dar prioridad a

unos sobre otros. Este potencial incremento de la eficiencia con la participación privada debe ser matizado considerando la influencia de otros objetivos sociales, del posible incremento de los costes con gestión privada (que puede obligar a soportar costes de exclusión) y de las mayores primas de riesgo exigidas por los inversores. En cuanto a la equidad, existen importantes diferencias entre las implicaciones de las modalidades de financiación privada que constituyen vehículos alternativos para proporcionar fondos a las administraciones públicas y aquellas que implican la financiación total o parcial por parte de los usuarios.

El segundo de los trabajos, debido a **José Antonio Trujillo del Valle**, analiza las técnicas de titulación que hacen recaer los costes y riesgos financieros en los usuarios de las infraestructuras, por lo que solamente se puede aplicar a aquellas obras que son capaces de generar renta por sí mismas. La participación privada incorpora incertidumbre, que puede contrarrestar negativamente los beneficios potenciales del aumento de la eficiencia. Por ello, el autor considera que una solución prometedora sería la titulación de parte de los flujos de pago de la infraestructura como mecanismo de obtención de recursos para financiar la inversión, mediante fondos de titulación de horizonte abierto, constituidos por el sector público en favor de los usuarios. En el caso de que el proyecto necesite apoyo público, el fondo de titulación, en representación de los usuarios, es idóneo para canalizar las ayudas.

El último de los artículos, realizado por **Rafael Mínguez**, Subdirector General de Legislación y Política Financiera, analiza los elementos fundamentales y los efectos previstos del Real Decreto regulador de los fondos de titulación de activos y de sus sociedades gestoras, aprobado por el gobierno en mayo. Esta normativa completa el esquema de titulación de nuestro país, que, como ya se ha comentado, hasta ahora únicamente permitía la titulación de créditos hipotecarios y los resultantes del proceso de la moratoria nuclear. Con la nueva regulación, se permite la titulación de cualquier activo financiero y derecho de crédito. Según el autor, se ha apostado por un modelo flexible, competitivo y eficiente con el objetivo de facilitar una implantación de la titulación acorde con las necesidades y preferencias de los agentes económicos.

En la sección de legislación se incluye el texto completo del ya citado RD 926/1998 (de 14 de mayo) regulador de los fondos de titulación de activos y de sus sociedades gestoras, que completa la informa-

ción contenida en este número sobre financiación de proyectos y el papel de la titulación en este contexto.

Finalmente, se incluye un apartado de opiniones que ha sido coordinado por **Hernando F. Calleja**, Director Adjunto de *Gaceta de los Negocios*, y en el que se recogen las reflexiones de siete voces autorizadas de la Administración, de entidades financieras y de empresas constructoras y consultoras sobre el papel del sector privado en la financiación de grandes obras y proyectos, y las posibilidades de titulación en este contexto. Las personalidades que han tenido la deferencia de responder a nuestro cuestionario, a las que expresamos desde estas líneas nuestro más sincero agradecimiento, son las siguientes: **Jesús Merino**, Vicepresidente y Consejero de Fomento de la Junta de Castilla y León; **Javier Santamaría Navarrete**, Asesor del Gabinete del Ministro de Fomento; **José Luis Méndez**, Director General de Caixa Galicia; **Antonio Vives**, Subgerente de Infraestructura, Mercados Financieros y Empresa del Banco Interamericano de Desarrollo; **Fernando Bautista Sagüés**, del Despacho Freshfields Abogados; **Enrique Fuentes Egusquiza**, Director de Promoción de Ferroviario, y **Enrique Sánchez-Rodilla**, Director Financiero Internacional de Europistas y Eurovías.

Desde estas líneas, recomendamos al lector un análisis en profundidad de las reflexiones de estos siete expertos. Sus opiniones, de carácter más práctico, y basadas en su experiencia como profesionales, amplían y enriquecen sustancialmente los análisis teóricos y técnicos de los trabajos anteriormente recogidos. Hemos destacado las cuatro principales conclusiones de sus intervenciones, que son las siguientes:

- Las administraciones públicas deben promover los proyectos de infraestructuras, en los que debe participar el sector privado tanto en su financiación como en su explotación, así como aportando su capacidad de gestión eficiente.
- La titulación de activos debe jugar un papel importante en la financiación de grandes proyectos. La expectativa futura de un tratamiento fiscal equiparado para la renta fija privada y la pública debe contribuir a fomentar la titulación tanto de activos bancarios como de rentas de explotación.
- La nueva normativa recogida en el recientemente aprobado Real Decreto regulador de los fondos de titulación de activos y de sus sociedades gestoras abre, a priori, nuevas y optimistas perspectivas a la titulación. En todo caso, habrá que esperar

algún tiempo para conocer la verdadera incidencia de la nueva regulación.

- La competitividad y flexibilidad del sector financiero español debe permitir la adaptación a un nuevo marco

de referencia con un peso creciente de la titulización. En cualquier caso, los impactos más significativos de ésta se sentirán en los mercados de capitales, y el papel de las entidades financieras girará en torno a las operaciones de diseño y colocación de productos titulizados.