

La titulización en la financiación de infraestructuras y grandes proyectos

Hernando F. Calleja
Director Adjunto de *Gaceta de los Negocios*

INTRODUCCIÓN

El ajuste presupuestario derivado de los compromisos en materia de déficit público y deuda, prolongados en el plan de estabilidad iniciado a raíz de la entrada oficial de España en el área del euro, ha condicionado en los dos últimos años, y condicionará en el futuro, la financiación de grandes inversiones en infraestructuras en los once países de la Unión Monetaria.

Si esta circunstancia es grave en todos los países, esta gravedad se acentúa en aquellos que, por su grado de desarrollo inferior, padecen mayores insuficiencias; y España es uno de esos países.

En paralelo con esta situación de limitaciones presupuestarias, se ha producido en el sistema financiero un importante corrimiento en el pasivo, que se ha manifestado en la colocación de ingentes cantidades de dinero en los fondos de inversión y en los planes y fondos de pensiones, reduciendo la maniobrabilidad financiera de las entidades en un momento en el que, además, los márgenes se han reducido notablemente por la convergencia de tipos con los países de la Unión Monetaria.

Ambas situaciones, conexas, se han producido en un tiempo relativamente corto, por lo que ni las administraciones ni el sistema financiero han resuelto un modelo de gestión de infraestructuras que dé respuestas a las necesidades de España con el volumen y la urgencia que la situación requiere.

Algunas medidas administrativas intentaron salir al paso de la precariedad presupuestaria con suerte diversa. La creación del Gestor de Infraestructuras Ferroviarias (GIF) y la contratación por el "modelo ale-

mán", de pago aplazado, de diversas carreteras y autovías han sido puestos en práctica durante los dos últimos años. El GIF sostiene su esfuerzo, pero la contratación con pago aplazado parece cancelada ya por la propia Administración.

Una medida administrativa de corte financiero puede llevar a una solución, al menos parcial, del problema de la financiación de las infraestructuras, al permitir al sistema financiero movilizar recursos mediante la titulización.

El gobierno ha aprobado el Real Decreto por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización, como culminación del desarrollo normativo de este instrumento financiero, introducido en España a través de la Ley 19/1992, que inicialmente introdujo la modalidad de titulización de créditos hipotecarios y que posteriormente, en diciembre de 1994, fue la norma habilitante para la titulización de créditos derivados de la Moratoria Nuclear.

El gobierno, paralelamente, trata de facilitar un tratamiento fiscal adecuado para la renta fija privada, según ha anunciado reiteradamente, lo que permitiría a las entidades una colocación dinámica de estos títulos que reforzaría la capacidad financiera de las instituciones.

Las expectativas sobre el resultado de la nueva regulación de la titulización son alentadoras y, en el sistema financiero, suponen un paso decisivo en la liberalización, profesionalización y competitividad. ¿Puede decirse lo mismo en otros ámbitos y, más concretamente, en el que nos ocupa de la financiación de infraestructuras?

Para tratar de encontrar una respuesta de consenso sobre esta cuestión, hemos realizado una encuesta entre profesionales relacionados con el mundo financiero, la gestión y promoción de infraestructuras privadas, y la propia administración. En el cuestionario planteado afloran cuestiones como el papel de las administraciones y de la iniciativa privada en el desarrollo de grandes infraestructuras; la capacidad del nuevo instrumento de la titulización para financiar estos proyectos; la adecuación de la normativa española a estos fines y el impacto que la nueva normativa de titulización puede tener en las propias entidades financieras.

CONCLUSIONES

Existe casi plena coincidencia, entre nuestros expertos, en que las administraciones públicas deben proponer y promover los proyectos de infraestructuras, y en que la iniciativa privada debe aportar a éstos no sólo su financiación, realización y explotación, sino también la capacidad de gestión eficiente que, aunque no explícitamente, se considera superior a la pública en la mayoría de las respuestas.

No deja de haber alguna respuesta relativamente comprometida sobre la actual capacidad de la Administración para ser el motor de estas iniciativas.

En lo referente al protagonismo de la titulización en la financiación de infraestructuras y grandes proyectos, todos nuestros entrevistados ponderan dicha importancia en el sector financiero, aunque hay quien amplía el efecto a la titulización de los flujos previstos de tesorería de los concesionarios o explotadores directos de la infraestructura, en concurso con los flujos estrictamente financieros derivados de la titulización

de las entidades financieras. De acuerdo con el Reglamento de Fondos de Titulización, esta doble vía de obtención de recursos está abierta y en conjunto se considera deseable, aun reconociendo que en determinados casos resulte una financiación más onerosa. La expectativa próxima de un tratamiento fiscal equiparado para la renta fija privada y la pública debe contribuir a fomentar la titulización tanto de activos bancarios como de rentas de explotación.

Respecto a la idoneidad de la nueva regulación, es unánime la opinión de que el Real Decreto abre nuevas perspectivas a la titulización que en otros proyectos no se contemplaban.

Se considera que los elementos que quedan abiertos en la norma dan un amplio margen de discrecionalidad a la Administración, aunque, desde la perspectiva contraria, esto supone una gran flexibilidad para las iniciativas de titulización que la dinámica del mercado pueda exigir.

En cualquier caso, es algo prematuro el pronunciamiento, porque no ha tenido tiempo de "rodarse" la nueva regulación.

En cuanto al impacto de la titulización en las entidades financieras, las respuestas son heteróneas. Se confía en el sector financiero, en su competitividad y flexibilidad para adaptarse a un nuevo marco de referencia, aunque hay quien considera que la titulización sería poco importante en la financiación, ya que ésta gravitará en los mercados de capitales.

Más importancia se concede al papel de las entidades financieras como intermediarios en las operaciones de diseño y colocación de productos titulizados.