

II. PANORÁMICA EMPRESARIAL

El protocolo de Kioto en la industria española

Uno de los mayores desafíos a los que se enfrenta el ministro de Industria, José Montilla, junto a las incipientes deslocalizaciones por la ampliación de la UE al Este y el desmantelamiento industrial sectorial que traerían aparejado, es la aplicación de los criterios de emisión de CO₂ que establece el protocolo de Kioto y que el Gobierno ha concretado en el Borrador de Plan de Asignación de Derechos de Emisión. En realidad, el protocolo de Kioto no es un compromiso particular de este Gobierno. El Congreso de los Diputados aprobó en 2002 su ratificación por unanimidad, aunque el Ejecutivo precedente no llegó a poner en marcha ninguna medida concreta. Bruselas vela por su aplicación, que se basa en la creación de los llamados "mercados del aire caliente". Cada uno de los países que han suscrito el protocolo (que nació disminuido al no firmarlo Estados Unidos, primer emisor de gases de efecto invernadero del planeta, ni Rusia, ni China) tiene asignados unos derechos de emisión que debe repartir entre sus industrias contaminantes, que, según la directiva europea son las eléctricas, las petroleras (las plantas de refino), las cementeras, fabricantes de cal, siderúrgicas, fábricas cerámicas y vidrio y papeleras. Si un país, un sector o una compañía no llega a utilizar sus derechos de emisión asignados puede venderlos a otros que se vean incapaces de cumplir su asignación. España tiene hasta el 1 de agosto para cerrar el borrador de distribución de estos derechos y presentarlo a Bruselas. Según el borrador del Gobierno, las emisiones de CO₂ en el período 2008-2012 pueden alcanzar un incremento máximo del 24 por 100 respecto al año de referencia del protocolo, 1990. El límite para España era un aumento del 15 por 100, pero el Ejecutivo ha incrementado un 9 por 100 el margen, que se completará fundamentalmente con la compra de derechos de emisión, para atenuar el impacto de la medida. El objetivo global es que la UE haya reducido sus emisiones de 1990 un 8 por 100 en 2010. Sin embargo, para España el umbral se estableció por encima de la cifra de hace 14 años porque era entonces un país mucho menos desarrollado industrialmente. Pero desde 1990 nuestras emisiones han crecido más de un 40 por 100 y además, en los dos años transcurridos desde que el Parlamento ratificó el tratado, no se avanzó ninguna medida para contrarres-

tar esta tendencia, por lo que el esfuerzo requerido es ahora mucho mayor y supone reducir un 16 por 100 las actuales emisiones para 2012.

Como es lógico, este importante desafío preocupa y mucho, no sólo a los Ministerios de Industria y Medio Ambiente, que han elaborado conjuntamente el borrador, sino también al de Economía, por el coste en crecimiento económico y empleo que puede tener la aplicación del protocolo. Algunos analistas opinan que el Gobierno debería haber tratado de arrancar de Bruselas una moratoria, como intentó el Gobierno de José María Aznar. De hecho, el PSOE se manifestó en marzo proclive a colaborar con el Gobierno, por entonces aún en manos del PP, en la consecución de un aplazamiento. Sin embargo, ahora ha definido ya el Plan de Asignaciones, convencido de que hacerlo más tarde traería más daños en el futuro. Algunos responsables de los sectores afectados advierten de que los efectos de apretarse el cinturón contaminante repercutirán en el precio final que paga el consumidor, fundamentalmente en la factura eléctrica, y que a la vez se agravará la deslocalización de empresas. El secretario de Estado de Economía, David Vega, señaló que, dado que España deberá adquirir más derechos de emisión, el incremento de los precios de la energía dependerá del precio de estos derechos en el mercado internacional y añadió, aunque el Gobierno ya trabaja en la elaboración de varios supuestos, aún es pronto para determinar si los precios de la energía acabarán subiendo. La siderúrgica Arcelor, por ejemplo, ya ha amenazado con abandonar Europa si se aplican escrupulosamente los compromisos medioambientales firmados por los gobiernos. Al ministro Montilla le toca rendir cuentas de la gestión de esa amenaza doble de encarecimiento de costes y de desmantelamiento de la producción, y a la ministra de Medio Ambiente, Cristina Narbona, del cumplimiento de los acuerdos, lo que ha provocado una compleja e inevitable negociación entre ambos. De hecho, la fecha prevista para la presentación del Plan de Asignaciones, el 17 de mayo, tuvo que retrasarse una semana para negociar los términos finales del borrador.

El resultado y eficacia de la compraventa de derechos de emisión es todavía una incógnita porque no se sabe cómo va a funcionar ni a qué coste. Se estima que los precios serán bajos (entre 10 y

14 euros la tonelada) durante el primer período de aplicación del tratado, y que irán subiendo conforme se aproximen las fechas del examen, es decir, alrededor de 2010. Este precio tiene un límite, los 40 euros por tonelada, en la primera fase (hasta 2008), y 100 en la segunda, que es el monto máximo de la multa por emitir más de lo asignado. Es decir, que siempre sería más rentable comprar derechos de emisión que ser multado. En todo caso, el precio de estos derechos, que pueden venderse entre empresas, entre Estados e incluso entre organismos financieros internacionales, dependerán de un factor singular: Rusia aún no ha firmado el protocolo de Kioto; si lo hace, su asignación de emisiones se estima que superará la mermada capacidad de su industria, lo que le permitiría poner muchas toneladas en el mercado y abaratar los precios, algo que afectará a España, que, como recoge el borrador, será compradora neta de derechos de emisión. La negativa reiterada de Rusia a firmar Kioto, aduciendo que coarta su recuperación industrial y con la mirada puesta en China, que no está sometida al protocolo, desató amargos enfrentamientos incluso dentro de la Comisión Europea, cuando la comisaria de Transporte y Energía, Loyola de Palacio, señaló que si los rusos no firmaban el protocolo, la UE debería replantearse su aplicación al no contar con ese "proveedor" de derechos de emisión baratos. Las incógnitas en Europa comenzarán a despejarse el año próximo, cuando empiece a funcionar el mercado de emisiones de la UE, pero ya ha provocado algunas susceptibilidades, porque países tecnológicamente más desarrollados como Alemania, estarán en condiciones de vender sus cuotas de emisión sobrantes a los que, como España, se han dormido en los laureles. Algunos llaman la atención, además, sobre el hecho de que los niveles de emisión máximos se establecieron en valores absolutos, de acuerdo al estado de la cuestión en el año de referencia, 1990, y no referenciados al PIB, lo que hace que su cumplimiento tienda a perpetuar las diferencias de renta y desarrollo industrial existentes entre los países más desarrollados de la UE (por ejemplo, Alemania) y el resto (por ejemplo, España).

En contra de la creencia común, no es la industria la primera responsable de los gases de efecto invernadero, sino el transporte y las viviendas particulares. Sin embargo, la directiva comunitaria no afecta, al menos de momento, a las llamadas "emisiones difusas" (por ser de difícil control), responsables de las dos terceras partes de los gases contaminantes. La ministra de Medio Ambiente está

dispuesta a tratar de meter en cintura, al menos parcialmente, a estos dos escurridizos sectores emisores de CO₂, pero eso no evitará que el peso del tratado recaiga sobre la industria, porque sólo ella debe responder de la contaminación que genera, al margen de lo que ocurra con las "emisiones difusas".

La voluntad del Gobierno de ceñirse a lo pactado ha desatado la alarma y las disputas, de forma particular en el sector eléctrico. Así, a Endesa, que cuenta con el apoyo de la patronal del sector (Unesa), le toca el enojoso papel de ser la más contaminante del sector, debido a su estructura productiva, heredada de la empresa pública que fue y comprometida por ello con el carbón. Además, Endesa abandonó hace año y medio un plan de renovación industrial que perseguía sustituir las centrales térmicas por centrales de ciclo combinado, aduciendo que el gas era muy caro, lo que a medio plazo hacía mucho más rentable el uso del carbón, según explicó su consejero delegado, Rafael Miranda. Algo que, a la luz del Plan de Asignaciones, ya no será así. Iberdrola, por el contrario, con una producción basada fundamentalmente en centrales hidroeléctricas y de ciclo combinado, no tendrá problemas para adecuarse al plan de emisiones del Gobierno. Iberdrola propone apostar decididamente por reemplazar las centrales térmicas por el ciclo combinado (que usa gas natural para producir electricidad), y considera que con unos derechos de emisión de 249 millones de toneladas de dióxido de carbono para el período 2005-2007 aún se podría generar un superávit de 40 millones de toneladas que vender en el mercado. Endesa solicita un mínimo de 290 millones de toneladas. Medio Ambiente se ha situado a medio camino, en 264 millones de toneladas.

Pero si disímiles son las apreciaciones sobre la capacidad del sector para reducir sus emisiones, aún lo son más en la forma en que deben gestionarse las asignaciones. Endesa apuesta por la creación de un *pool* sectorial que administre lo asignado, es decir, que el Gobierno entregue los derechos a un consorcio de las eléctricas, que muy bien podría ser la patronal Unesa, y éste reparta entre las compañías. Esta modalidad beneficiaría a Endesa porque en ese *pool* podría hacer valer las características de su producción para ganar cuota de emisión frente a por ejemplo, Iberdrola, cuyas emisiones actuales la colocan más favorablemente para asumir un recorte más severo. Sin embargo, Iberdrola, se muestra partidaria de la opción por la que se ha decantado el Gobierno, que con-

sidera la modalidad más justa. Consiste en que el Gobierno asigne directamente a las empresas las toneladas de CO₂ que pueden emitir, de acuerdo a la intención original de la directiva de la UE, que sólo a última hora incorporó la posibilidad de la gestión en bolsas sectoriales. Estima la compañía que eso premiará a las empresas que ya hayan hecho el esfuerzo de invertir para recortar sus emisiones e impulsará a las más contaminantes a modificar las características de sus procesos de generación.

Para hacerse una idea del impacto que esta decisión a este respecto tendría, si el Gobierno decidiera asignar las emisiones a cada empresa en función, por ejemplo, de la cuota de mercado, Iberdrola, con un 40 por 100 del mercado, tendría derecho a despedir un 20 por 100 más de toneladas de dióxido de carbono que Endesa, que cuenta con una cuota del 33,4 por 100. Desde Endesa se arguye que Iberdrola está tratando de emplear el plan de emisiones para ganar posiciones en el sector, ahora que está en marcha una tímida liberalización. Medio Ambiente comparte los planteamientos de Iberdrola y, aunque para otros sectores permitirá la conformación de bolsas sectoriales de derechos, en el eléctrico se reserva la potestad de asignar a cada empresa una cuota, con la que impulsar la transformación productiva del sector. A este respecto el Gobierno está dispuesto a asumir un reflejo de este esfuerzo en las tarifas, pero de forma casi imperceptible, según el Ministerio de Industria.

La aplicación de Kioto, por otra parte, ha servido para reabrir en el sector eléctrico el debate de la energía nuclear, que a pesar de la controversia en torno a la seguridad y tratamientos de residuos que ofrece, es una de las formas menos contaminantes de producir electricidad, al menos en lo relativo a expulsión de gases de efecto invernadero. En 2003, la energía nuclear era la responsable del 26 por 100 de la potencia eléctrica generada en España. El Plan de Infraestructuras Energéticas elaborado por el anterior Gobierno (y que el actual ha anunciado que modificará), prevé reducir su peso relativo al 20 por 100 en 2011. De acuerdo a este Plan, el carbón, cuyo peso relativo en 2003 era aún del 31 por 100, deberá verse reducido en los próximos siete años a menos de la mitad. Sin embargo, el compromiso del actual Ejecutivo con el cumplimiento de Kioto le obligará a revisar estas cifras y acelerar el abandono de la generación de electricidad en centrales térmicas, o lo que es lo mismo, a acelerar el desmantelamiento de la capacidad productiva basada en el carbón.

Y si existe preocupación en la industria energética, en la química han saltado todas las alarmas. En octubre de 2003, la UE aprobó el borrador de procedimiento de registro, evaluación y autorización de productos químicos (Reach, según sus siglas en inglés), paralelo al protocolo de Kioto. El sector español asegura que la aplicación del Reach supondría una pérdida de al menos 83.000 millones de euros y unos 280.000 puestos de trabajo. El motivo no son los objetivos del reglamento sino su procedimiento de aplicación, que es "complejo, burocrático y gravoso", según explica la Federación Empresarial de la Industria Química Española (Feique). Su vicepresidente, Juan José Nava ha dicho que "analizar la peligrosidad de 30.000 sustancias químicas es un despilfarro. Los requerimientos se deberían restringir según el tipo de sustancia". La UE ha invertido la actual legislación, que se basa en que las autoridades deben probar la peligrosidad de un producto para prohibirlo, para que sea la industria la que deba acreditar que una sustancia no es nociva para que sea autorizada su producción. Además, tal y como está concebido el Reach, la patronal estima que tendría un efecto demoledor sobre las *pymes*, que suponen el 90 por 100 de las 3.500 empresas químicas españolas, pues sobre ellas recaería el 80 por 100 del coste de la implantación de este procedimiento de autorización.

Las mismas quejas se reproducen en el resto de Europa. Algunos analistas han cifrado en un 1,8 por 100 de pérdida de PIB anual lo que le costará a Francia la aplicación del Reach, una cifra que para Alemania se estima entre el 2,7 y el 3,3 por 100. Se dice que, en toda Europa, la pérdida de puestos de trabajo podría elevarse hasta los 670.000. La lentitud del sistema de evaluación diseñado se verá agravada por la escasez de laboratorios homologados (menos de veinte), algo que, según las patronales, hundirá la innovación y la competitividad, debido a lo costoso y complicado del procedimiento de aprobación de nuevas sustancias, que puede durar hasta seis años. "Mientras en Europa se aprueba una sustancia, en EE.UU. y Asia ya han salido al mercado dos nuevas". Lo que nos devuelve a la principal amenaza de la implantación de Kioto: la deslocalización industrial. Así las cosas, de momento la UE se ha dado hasta 2007 para aprobar esta nueva normativa, que ha desatado una contestación tan contundente en el sector.

La decisión de la actual administración norteamericana de no suscribir el protocolo y la resis-

tencia de Rusia a hacerlo han dejado a la UE sola y sometida a unos requisitos medioambientales que, según algunos expertos, sacrifican la capacidad para competir con los otros motores económicos mundiales. En Europa, sin embargo, se toman en cuenta otros impactos económicos, como la reducción de costes sanitarios que supone una industria menos contaminante (54.000 millones de euros en 30 años, sólo para la industria química, según algunos estudios), y el convencimiento de que tarde o temprano Estados Unidos y Asia se verán obligados a aplicar el protocolo de Kioto, y para entonces las industrias europeas gozarán de la ventaja tecnológica de haber sido las primeras en desarrollar procesos menos contaminantes y quién sabe si llegar a vender derechos de emisión.

La Responsabilidad Social Corporativa

El debate sobre la “responsabilidad social corporativa” (RSC) de las empresas enfrenta desde hace años a los defensores de una economía de mercado plenamente liberal y los partidarios de que el modelo económico tenga una dimensión social que implique a los principales actores económicos, incluida toda clase de empresas privadas. Hace cuatro años, el secretario general de la Naciones Unidas, Kofi Annan, propuso un pacto mundial basado en nueve principios éticos que más de 1.500 empresas se comprometieron a cumplir y que perseguía asegurar el respeto a los derechos humanos, laborales y el medio ambiente. En junio pasado, Annan pedía a los responsables de las principales compañías del planeta un nuevo impulso para este compromiso. Este debate cobrará intensidad a lo largo de los próximos trimestres ya que uno de los proyectos legislativos que prepara el gobierno del PSOE es una Ley de Responsabilidad Social Corporativa, cuya entrada en vigor se prevé en 2006. La única señal de por dónde irá esta norma es el proyecto de ley presentado por el PSOE durante la pasada legislatura, que fue entonces rechazado por el PP. Esta iniciativa defendía la intervención legislativa del Estado en materia de responsabilidad social de las empresas. En su empeño, el PSOE se verá parcialmente acompañado por los parlamentarios de CiU, que ya en mayo pasado solicitaron que se creara en el Congreso de los Diputados una subcomisión que abordase el tema, aunque desde la opción de impulsar una norma del carácter menos intervencionista que sea posible y con el mayor consenso político que se pueda lograr.

Los objetivos del proyecto legislativo del equipo de José Luis Rodríguez Zapatero son la existencia de procedimientos que aseguren el buen gobierno de las empresas frente a los accionistas, la transparencia contable, la promoción de los derechos humanos y la cancelación de prácticas que no los respeten, la garantía de unas condiciones laborales dignas para sus trabajadores y la asunción de procesos productivos y tecnologías respetuosas con el medio ambiente. Para ello se prevé la existencia de un organismo administrativo que valore las mejores prácticas y que colabore con las empresas en la consecución de prácticas de responsabilidad social y buen gobierno corporativo así como en la formación de directivos y el fomento de la adopción de códigos voluntarios de administración responsable. El Gobierno planea crear un Consejo de Responsabilidad Corporativa que sirva de foro a los agentes implicados y desde el que se diseñe “de forma dialogada” el contenido de la futura ley.

Ateniéndonos al programa electoral del PSOE, la futura norma debería recoger tres aspectos fundamentales: en primer lugar, las empresas cotizadas (la previsión es que esta ley sea de adopción voluntaria, pero incentivada, para las empresas en general y obligatoria para las que coticen en los mercados regulados) deberán presentar en la memoria anual una triple cuenta de resultados, la económica, la social y la medioambiental. En segundo lugar, se creará un registro de auditoras especializadas en la certificación de las calidades sociales y medioambientales de la gestión de las empresas. Finalmente, se intentará estimular un papel activo de los gestores de fondos, para que el reconocimiento de valores de RSC prime en la conformación de las carteras de inversión.

Además, se pretende profundizar en las exigencias de transparencia en la gestión, para lo que se garantizarán por ley los derechos de participación de los accionistas en las juntas, la exigencia de hacer públicas las remuneraciones individualizadas de los consejeros y altos directivos, la supresión de las cláusulas que limitan el acceso de accionistas al consejo (blindaje), y el endurecimiento de las condiciones para ser consejero “independiente”. Para completar el cuadro de la transparencia, el Gobierno exigirá una mayor rotación de los auditores y endurecerá las incompatibilidades de consultoría y auditoría. Todo ello, implicará un refuerzo de atribuciones y medios de inspección de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Aunque el plazo para la elaboración de la ley es aún relativamente largo, el debate está muy vivo, alentado por los escándalos financieros de los últimos años. Fundamentalmente enfrenta a quienes creen que el Gobierno debe regular la RSC con carácter voluntario, contra los interlocutores sociales (a los que el Ejecutivo pretende integrar en el Consejo de Responsabilidad Corporativa), que son partidarios de que el Estado imponga unos procesos de verificación de los criterios de RSC claros que permitan conocer la calidad de la gestión de las empresas en términos de transparencia, acción social y calidad medioambiental.

Entretanto, la conciencia de la necesidad de unas políticas empresariales socialmente responsables ha ido calando en algunos sectores, sobre todo en aquellos que, por las características de sus procesos productivos o la fuerte deslocalización, están más claramente en el punto de mira. Así, el holding textil de Amancio Ortega, Inditex, se ha convertido en una de las empresas pioneras en la adopción voluntaria de un código de conducta interno que aplica a sus talleres y a los de los proveedores, para garantizar que las condiciones sociolaborales de sus trabajadores son dignas y que no se producen casos de explotación o trabajo infantil. El cumplimiento de estos códigos, que la ONG Intermon Oxfam ha bendecido y propuesto como ejemplo para otras empresas del sector, es verificado por un departamento propio de responsabilidad social corporativa y reforzado mediante auditores externos como PricewaterhouseCoopers y KPMG.

Por otra parte, las propias organizaciones no gubernamentales, unidas a sindicatos y organizaciones de consumidores, han puesto en marcha su propio observatorio de RSC, en tanto la administración regula quién habrá de auditar a las empresas. A finales de 2001, la Asociación Española de Normalización (Aenor) encargó a un equipo de trabajo un borrador de la futura norma de RSC. Se votó en 2002 con la única oposición de la patronal CEOE. Desde entonces siguieron los debates: mientras la patronal pretende que sea una guía, las ONG y los sindicatos creen que debe tener categoría de norma de verificación. En la última reunión celebrada a finales de junio pasado, ambas partes se ratificaron en sus posiciones, pero se propusieron cerrar un texto de recomendación antes de que acabe el año. Ésta es de hecho una de las cuestiones candentes: quién auditará la responsabilidad social corporativa y cuál será el modelo para imponer las buenas prácticas.

En esta controversia, una de las posiciones más extendidas es la que pone el acento en la transparencia, en la triple cuenta de resultados (como la que ya se aplica en el Reino Unido), en la medida en que se pretende que la sanción social y la de los mercados, y no una actuación coercitiva de la Administración, sean las que obliguen a las empresas menos dispuestas a adoptar códigos de conducta responsables. Al lado de la transparencia, los agentes económicos prefieren incentivos administrativos a las buenas prácticas (como incluir requisitos de responsabilidad social en la contratación pública) antes que una imposición legal mediante un procedimiento sancionador.

Y aunque parece lejos el día en que los mercados castiguen las prácticas contrarias a la responsabilidad corporativa y valoren la acción social de las empresas, son muchos los economistas, José María Lozano, por ejemplo, que creen que la repercusión de la deshumanización de la gestión en pos de éxitos inmediatos en la cuenta de resultados termina perjudicando a las compañías. O lo que es lo mismo, que la RSC es una forma de garantizar la prosperidad a largo plazo de las empresas, y de lograr una armonía de los objetivos de una compañía y los de la sociedad en la que está inscrita.

Titulización de activos

La titulización de activos es una innovadora fórmula de financiación que está recibiendo un fuerte impulso en todo el mundo. En España está experimentando un importante desarrollo gracias a la reciente orden ministerial de la Dirección General del Tesoro, que amplía el Real Decreto 926/1998 y que abre por completo este sistema a todas las empresas o titulares de derechos interesados en acudir a esta modalidad de financiación. El mercado de titulización en España estaba hasta ahora limitado a los inversores institucionales pero su llegada al pequeño inversor puede ser ya una realidad, según explica la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA). "La madurez del mercado de titulización se va a dar cuando consigamos que llegue hasta el inversor final. Queda un mes, porque vamos a sacar una emisión novedosa", anunciaba en junio pasado el director general adjunto del área financiera de la CECA, José Antonio Olavarrieta. Se trata de una iniciativa pionera en España y en el mundo con una emisión colocada por una de las cajas directamente a sus clientes. Esta experiencia piloto es una forma de

chequear el mercado y, de tener éxito, podría suponer un despegue definitivo de esta modalidad de inversión y financiación en España.

La titulización, inventada en Estados Unidos y de gran tradición en el Reino Unido, consiste en vender derechos de cobro presentes y futuros a un fondo, que a su vez emite bonos respaldados por esos derechos. Es decir, se trata de convertir activos ilíquidos en valores negociables en un mercado regulado. Así, desde derechos cerrados (un crédito hipotecario o el contrato de un futbolista) hasta otros con un determinado grado de riesgo (un alquiler, recibos telefónicos o eléctricos, previsiones de taquillaje de un estadio de fútbol y hasta derechos de autor futuros) pueden ser convertidos en títulos y colocados a través de emisiones de bonos. Cualquier derecho de cobro presente o futuro, seguro o razonablemente estimable, es susceptible de generar una financiación inmediata para su tenedor mediante la titulización. Las ventajas de esta fórmula de financiación son, para los propietarios de los derechos, una modalidad más barata que la financiación bancaria. También hay ventajas para los inversores, puesto que estos bonos titulizados suelen tener una muy buena calificación de riesgo y ofrecer rentabilidades competitivas. Por otra parte, la expansión del crédito y el moderado crecimiento de depósitos ha llevado a los bancos y entidades de crédito a emplear cada vez con mayor frecuencia la emisión de títulos, ya que les permite obtener recursos para financiar la nueva demanda de créditos.

La vitalidad en España de este nuevo sistema de financiación es espectacular. En el pasado ejercicio crecía a un 107 por 100 anual y hasta mayo del presente ya había aumentado un 85 por 100. En 2003, España era el tercer país de la UE en titulización, tras casi haber alcanzado al segundo, Italia, pero en este primer semestre de 2004, nuestro mercado de bonos titulizados ya se ha convertido en el segundo del continente, sólo superado por el británico. El despegue de 2003 se debió sobre todo a los avances que supuso la titulización sintética y la apertura de las emisiones a entidades no financieras. La titulización sintética permite traspasar al mercado el riesgo de créditos de activos, sin que sea necesaria la venta de esos créditos, es decir, conservando los derechos. Bancos y cajas emprendieron gracias a ello ya el pasado año una vertiginosa carrera de emisiones de títulos para poder atender la creciente demanda de créditos hipotecarios derivada del *boom* inmobiliario.

En cuanto a la apertura a titulizaciones a entidades no financieras, supuso la entrada en este mercado de las compañías eléctricas, que pudieron colocar la estimación de los futuros recibos de la luz; y de las constructoras, merced a los cobros futuros derivados de las concesiones públicas. Por sus características, la titulización ya era en muchos países una fórmula muy utilizada por las concesionarias de infraestructuras y obra pública para lograr una financiación más barata de la ejecución de obras con cargo a los derechos sobre ellas. En el sector energético, Unión Fenosa ya ha utilizado en 2004 esta modalidad para reducir su deuda financiera bruta de los 6.124 millones de euros hasta los 5.922 millones (una emisión de 202 millones), mediante la titulización de la factura de la luz. Y no era la primera vez que lo hacía: en 2003 realizó una operación de titulización por 238 millones de euros.

En el mundo del fútbol, con endémicos problemas de financiación, la titulización cobra fuerza como alternativa a la salida a bolsa. La posibilidad de una OPV de un equipo de fútbol está siendo cuestionada por algunos analistas pues la actual organización de las competiciones deportivas en Europa, con ligas abiertas y nóminas multimillonarias de los futbolistas, limita la rentabilidad de las acciones e incrementa la volatilidad de los valores emitidos, al aumentar el riesgo. Convertir en títulos la ficha un jugador o los derechos televisivos futuros de un club "ganador" es una alternativa que cada vez cuenta con más adeptos.

Pero las posibilidades de esta modalidad de financiación no se acaban ahí. La Administración podría, por ejemplo, acudir a la titulización como fórmula para enjugar las deudas históricas de empresas públicas como RTVE o RENFE. No sería ni mucho menos el primer Gobierno en acudir a la emisión con cargo a derechos futuros para sanear la deuda de un sector. El año pasado, el primer ministro japonés, Junichiro Koizumi, creó un organismo, denominado Fondo para la Revitalización Industrial de Japón, encargado de recomprar a la banca privada créditos morosos, que a su vez vendía a terceros. Esta original operación para sanear el sistema financiero nipón, a pesar de nacer con una previsión de beneficio en sus cinco años de vida de 42.100 millones de yenes, tiene previsto cerrar en pérdidas sus dos primeros ejercicios (2003 y 2004) lo que ha despertado muchas suspicacias, pues el arbitrio gubernamental en la compra de créditos incobrables abre la puerta a la discrecionalidad y la corrupción. Por otra parte, la posibilidad de que finalmente se cierre el lustro con

pérdidas, que deberían ser cubiertas por el erario público japonés, crea desconfianza en muchos especialistas, que ven en ello otra inyección pública en el maltrecho sistema financiero nipón.

La expansión de estas emisiones es, en todo caso, imparable: en 2003, el volumen de tituliza-

ciones en España ascendió a 25.527 millones, un 13,1 por 100 del mercado europeo. En junio de este año nuestra cuota de mercado, según el Fondo Europeo de Titulización, era ya del 17 por 100 y sólo en el primer trimestre las emisiones ascendieron por encima de los 10.387 millones de euros.