

La titulización del déficit de tarifa del sector eléctrico en el marco general de la titulización de activos

Gumersindo Ruiz¹
Marta Ruiz Castañer²

Antecedentes y contexto de la operación

Como consecuencia de la diferencia que se da entre el coste aceptado de producción y adquisición de energía eléctrica por parte de las compañías de electricidad, y el precio de venta, que es un precio público, el Estado reconoce y cuantifica unos derechos económicos a las compañías. Estos derechos son por el déficit generado desde 2001 a la actualidad, así como los que puedan darse en el futuro, pero en un período acotado. En enero de 2011, las cantidades, en millones de euros, que habían financiado las compañías y sobre las que tenían expectativas de cobro, pero no fecha concreta de abono, eran aproximadamente: Endesa, 8.467; Iberdrola, 5.183; Gas Natural, 1.931; HC Energía, 877; y Eon España, 89. En total la operación puede acercarse a los 20.000 millones, tomando en cuenta el déficit futuro. Se reconocen dos tipos de déficit acumulados: uno de tarifa de acceso, y otro fuera de la península (Baleares, Canarias, Ceuta y Melilla), que se retribuye a un precio regulado.

En España contamos con una experiencia singular que es la titulización de los derechos de empresas del sector eléctrico, derivados de la moratoria que se impuso a la generación de energía mediante centrales nucleares. Las características de esta operación se analizan con detalle en G. Ruiz y M. Ruiz (2007)³, dentro de una exposición más amplia de la técnica de la titulización, tanto en la parte de

originación o cesión de activos como en la de estructuración de los bonos correspondientes, a colocar a los inversores. En síntesis, se trata de utilizar la técnica financiera de la titulización siguiendo las siguientes etapas: un fondo recoge unos derechos reconocidos que ceden las compañías eléctricas; el fondo emite bonos que se colocan a inversores institucionales; con la liquidez generada se paga a las compañías eléctricas; y para hacer frente al pago de intereses y principal de los bonos, el fondo se nutre con un flujo regulado procedente de un recargo sobre la factura mensual de la luz que pagan los consumidores.

La situación actual es similar a la de la moratoria: se establecen unas compensaciones a las compañías, se les reconocen unos derechos que se cuantifican y se trata de proporcionarles liquidez a cambio de la cesión de esos derechos a un fondo de titulización que se crea al efecto. A los consumidores de electricidad se les repercute el coste de la operación. La Ley de 30 de diciembre de 1994 abrió la posibilidad de titularizar y estableció los fundamentos de la operación de la moratoria. De la misma manera, el RD de 9 de abril de 2010 desarrolla la regulación del proceso de titulización del déficit del sistema eléctrico. En este caso, la financiación de la deuda se hace a través de la llamada tarifa de acceso, o peaje por uso de redes, que pagan los consumidores.

Resulta fundamental el hecho de que contar con disposiciones legales específicas para las operaciones da garantías a las mismas —entonces la moratoria, ahora el déficit—, pues se evitan las interpretaciones que pudieran desprenderse de un texto legal genérico, y se concreta y detalla lo que se quiere hacer en cada caso. El Estado garantiza explícitamente el pago de los bonos emitidos por el fondo, pero no carga la operación a presupuestos y no supone un incremento de

¹ Catedrático de Política Económica, Universidad de Málaga.

² Economista, Master Accounting and Finance, LSE.

³ Ver Gumersindo Ruiz y Marta Ruiz: "La metamorfosis actual del sistema financiero", Cámara de Comercio de Málaga, 2007.

deuda pública. Además, establece un procedimiento bien definido que permite al mercado valorar la calidad de los bonos emitidos y las expectativas de cobro de las compañías eléctricas. El efecto en el consumo queda diluido en el tiempo con la propia política energética, así como mezclado con otras variables macroeconómicas que influyen en el consumo de electricidad y en los precios.

Estas garantías formales, tanto a los bonos como a los procedimientos, hicieron que la operación de la moratoria nuclear, en julio de 1996, se colocara prácticamente al coste de la deuda pública. Los bonos se emitieron de una vez y a un plazo máximo de veinticinco años, de manera que si los flujos financieros que entraban en el fondo y dependían de la facturación de la luz, no fueran suficientes en esa fecha, el Estado amortizaría completamente el fondo. Sin embargo, el fuerte consumo de electricidad, que fue superior al inicialmente previsto de un incremento del 3 por 100 anual, hizo que los bonos se pudieran amortizar diez años después, en 2006, y en 2007 se amortizaran los préstamos bancarios que daban liquidez a la operación para que el pago a las eléctricas se hiciera al inicio, de una vez. Sin embargo, se decidió conservar el fondo vivo, prorrogando el vencimiento de los préstamos, pues el Estado consideró de interés mantener esta fuente recaudatoria, en el contexto de su política energética.

sus derechos sobre cantidades limitadas de déficit, una deuda reconocida por el Estado, y que éste abonaba a las estructuras que se constituían al efecto, siempre con cargo a los consumidores, a través de la factura de la luz. Si bien la operación de la moratoria fue muy original, luego estas operaciones se dieron en otros países para cubrir déficit de tarifa; por ejemplo, por parte de Energías de Portugal.

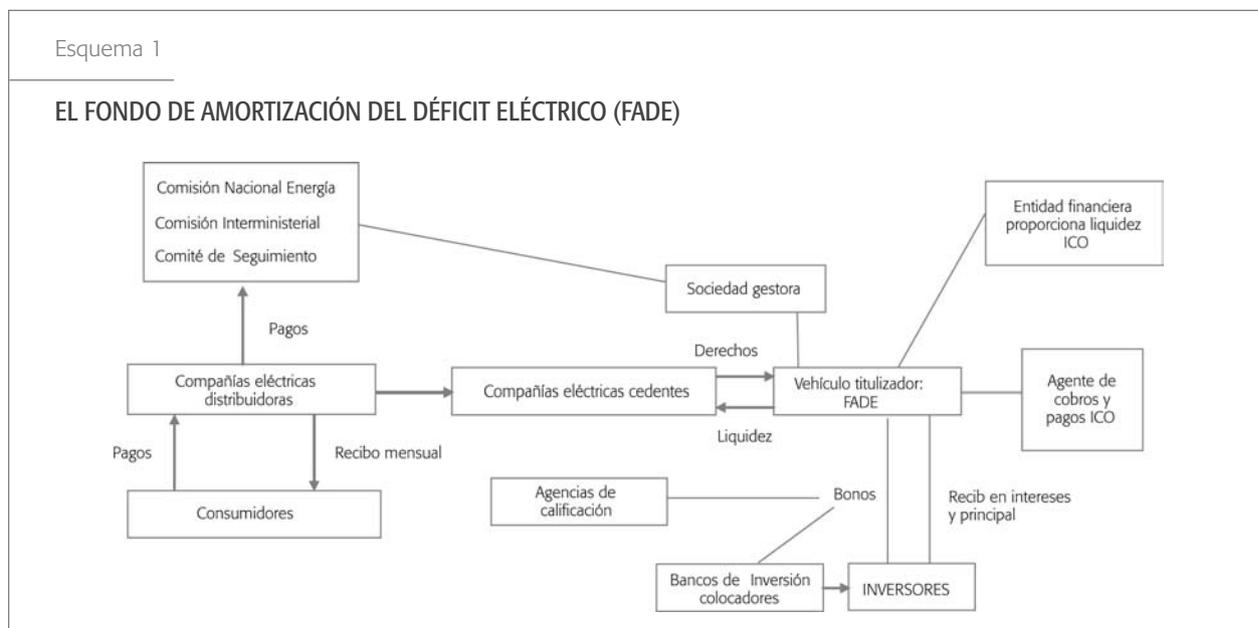
En el esquema se presenta un proceso general de titulización, adaptado al caso particular del déficit de tarifa, y con los agentes concretos que intervienen en esta operación.

Quiénes participan en el proceso

El proceso queda determinado por una norma legal específica para el mismo, que establece exhaustivamente las características de la operación. En este marco se encuadra, desarrollando la norma y dirigiendo la operatoria, la Comisión Nacional de la Energía, a la que se añade una Comisión Interministerial designada al efecto y un Comité de Seguimiento, que incluye a los organismos públicos directamente interesados como el Ministerio de Industria, la Dirección General del Tesoro y, sin voto, la sociedad gestora del fondo. Desde aquí se toman las decisiones fundamentales de emisión de los bonos del fondo. Generalmente las gestoras tienen facultades de decisión muy amplias, ateniéndose siempre a lo que exige el folleto de emisión de un fondo de titulización; pero en este caso hay una intervención pública muy fuerte que no sólo se limita a controlar el cumplimiento de la gestora, sino que interviene en la aprobación de contratos de servicios por parte de la gestora, que sobrepase determinadas cantidades. También

El Fondo de Amortización del Déficit de Tarifa (FADE)

Desde 2005, y hasta marzo de 2009, se habían dado operaciones de compañías eléctricas españolas que cedían



aprueba el Comité de Seguimiento el precio de los instrumentos financieros convenido o pactado con las entidades de crédito, aunque sea el propio ICO. Y asimismo, las fechas límites de cesión al fondo de los derechos de cobro que tienen las compañías, dentro del límite máximo que se establece de cinco años.

Por lo demás, la sociedad gestora es la encargada de administrar y gestionar el fondo, realiza todo tipo de actividades como seleccionar los bancos de inversión que van a colocar los bonos entre inversores institucionales, lleva las relaciones con las agencias de calificación, los cedentes y los bonistas, entre otras funciones.

Las agencias de calificación determinan, a partir de las características de la operación, el flujo de ingresos, las garantías públicas y, en general, la estructura del fondo, cual va a ser la calificación crediticia de los bonos, que en este caso tienen el aval del Estado y la misma calificación que éste.

Las compañías eléctricas ceden sus derechos y recaudan los flujos que van a nutrir el fondo, mediante los recibos que emiten mensualmente a sus clientes. Una entidad financiera, en este caso el ICO, proporciona liquidez al fondo, en caso necesario, para que atienda sus compromisos de pago a los bonistas. El ICO también actúa como agente de cobros y pagos siguiendo las instrucciones de la sociedad gestora.

Este tipo de estructuras admite variaciones como, por ejemplo, que la entidad financiera que facilite liquidez haga un *swap* con el fondo o vehículo titulizador, a efectos de facilitar que los bonistas perciban el interés fijado, independientemente de las oscilaciones que puedan sufrir los ingresos del fondo.

Las emisiones

Las circunstancias de los mercados de capitales de los últimos años han hecho que se dilatare la puesta en funcionamiento del fondo. También, a diferencia del fondo de la moratoria, que se emitió de una vez liquidándose toda la deuda reconocida a las eléctricas, en esta ocasión se ha realizado una emisión de tanteo, y por un corto periodo. Ante el hecho de que las agencias de calificación crediticia amenazaran con poner en revisión la calificación de las compañías eléctricas, por la menor liquidez que tenían dada la falta de concreción en la fecha de pago, el 25 de enero de 2011 se emiten los primeros 2.000 millones de euros en bonos y se procede a una liquidación parcial a las compañías. Esta emisión se coloca a un tipo del 4,80 por 100 y se hace a tres años, pagando en ese momento 1,50 puntos porcentuales más que la emisión de deuda pública a ese plazo del 3 de febrero de 2011 (aunque ésta última

se hace a 0,50 puntos porcentuales menos que la correspondiente al 2 de diciembre de 2010).

Hay aquí otra diferencia importante respecto al fondo de la moratoria, pues éste era cerrado por el activo y el pasivo, en el sentido de que la cifra de derechos cedidos por las eléctricas era cierta (activo), así como los préstamos y bonos emitidos (pasivo); la incertidumbre la establecía el flujo que recibiría el fondo a lo largo de su vida (aunque con el límite establecido de veinticinco años para amortizar). Esta es una característica habitual de las titulaciones, por ejemplo las hipotecarias, donde la amortización anticipada de préstamos puede hacer variar el flujo financiero y la fecha de amortización inicialmente prevista. Sin embargo, en el caso del déficit de tarifa, el fondo es abierto por el activo, pues se permite que se cedan derechos futuros por este concepto, y por el pasivo, ya que la emisión de bonos se realiza paulatinamente, según las posibilidades que ofrezca el mercado.

El saldo vivo máximo que puede alcanzar el fondo es de 22.000 millones de euros; este saldo sería siempre la diferencia entre las nuevas emisiones y las amortizaciones que se vayan produciendo. Las compañías pueden ceder derechos, y el fondo adquirirlos, durante los cinco años desde la fecha de desembolso, esto es, desde el 25 de enero de 2011. El período máximo de vida del fondo es de veinte años, también desde esta fecha de desembolso. Las emisiones se hacen a uno, dos, tres, cinco, siete, diez y quince años. Los tipos son fijos, con pagos anuales, o variables, con pagos trimestrales, y las emisiones de menos de tres años se pueden emitir al descuento.

Mención especial merece el hecho de que el vencimiento de algunas series de bonos no tiene por qué corresponder exactamente con el vencimiento de los derechos cedidos por las compañías; esto es, no cuadraría el activo y el pasivo del balance del fondo, ya que se habrían amortizado los bonos y quedarían activos cedidos en el fondo. En este caso, habría que realizar emisiones al objeto de refinanciar emisiones existentes y lograr el equilibrio contable y financiero. No obstante, en caso de liquidación anticipada del fondo, los remanentes tras la liquidación, que puedan tener la forma de activos cedidos que siguen generando unos flujos (no olvidemos que tienen la consideración de derechos), habiéndose amortizado los bonos emitidos, se entregarán a la Comisión Nacional de la Energía como un ingreso del sistema en el ejercicio en que se produzca la liquidación.

Unas ideas finales

En esta breve nota hemos descrito el proceso que da lugar al Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico

Cuadro 1

EL PROCESO DE CONSTITUCIÓN DEL FONDO DE AMORTIZACIÓN DEL DÉFICIT ELÉCTRICO

13 octubre 2009.	Se elige por concurso público la sociedad gestora del fondo y se prepara la operación.
9 abril 2010.	RD/437/2010 por el que se desarrolla la titulación del déficit del sistema eléctrico. Se procede a elegir entidades colocadoras (bancos de inversión), se definen las características del aval, las líneas de crédito del ICO y se conoce la opinión de las agencias de calificación.
15 septiembre 2010.	La operación se presenta a la CNMV.
23 noviembre 2010.	Se registra en la CNMV el folleto correspondiente.
23 diciembre 2010.	El RD-L 14/2010 reconoce un máximo de 22.000 millones de euros para avalar el Programa (y modifica en este sentido la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2011). También en el RD-L se amplían los derechos de cobro para 2010, 2011 y 2012.
28 diciembre 2010.	Orden Ministerial ITC/3353/2010 en la que se establecen los peajes de acceso, tarifas y primas de las instalaciones del régimen especial, y concretamente el derecho de cobro de 2011.

A lo largo del mes de enero de 2011 se registran en la CNMV las nuevas circunstancias del Programa y se establece explícitamente que no se solicitará inicialmente la admisión a cotización de los bonos del fondo en el mercado español de deuda pública en anotaciones. Se establecen las condiciones finales de la primera emisión, se firma la escritura de constitución del fondo, las agencias de calificación la califican y el 25 de enero tiene lugar la cesión y desembolso de la primera serie de emisiones.

(FADE)⁴, así como los aspectos principales del mismo en cuanto a quiénes participan en el proceso y las características de las emisiones. Hemos hecho referencia al Fondo de la Moratoria Nuclear por ser una experiencia pionera en la que se basan operaciones como las que hoy analizamos.

Situando la operación en el contexto general de la titulación de activos, el proceso reúne las siguientes características, propias de titulaciones en las que se reconocen derechos por parte del sector público a compañías privadas que operan con precios públicos:

- Tienen una amplia base de consumidores a los que se asigna el coste de la operación durante un largo período de tiempo (entre 20 y 25 años) y una cantidad que no es significativa para el consumidor, ya que se le repercute mensualmente.
- Un sistema de recaudación de ese flujo que no ofrece dudas acerca de su viabilidad y continuidad en el tiempo.
- Una referencia a la que se aplica, que es relativamente estable o en crecimiento a largo plazo, como es el consumo de la luz.

– Garantías legales que definen la operación, los agentes que intervienen, plazos máximos de la misma, avales del Estado, y todo cuanto contribuye a dar garantías explícitas o implícitas a los bonos para que puedan colocarse fácilmente y a un coste bajo.

– En suma, se lleva a largo plazo el impacto de una deuda, se proporciona liquidez a las empresas que la han financiado, se identifica quién paga el coste de la misma y, todo ello, en un marco legalmente establecido.

La forma con que se ha llevado a cabo la operación del FADE refleja las incertidumbres de los mercados financieros y el peso que en las decisiones políticas tiene las tensiones sobre la deuda soberana de España, de manera que la decisión de constituir el fondo y emitir se dilata más de un año. Por otra parte, estas incertidumbres hacen que el Estado controle e intervenga activamente en el proceso para evitar repercusiones sobre la deuda pública. La manera en que se tantea el mercado, con una emisión relativamente pequeña y a corto plazo, no se corresponde con la magnitud de los derechos que se reconocen a las compañías eléctricas, ni con el largo plazo consustancial a estas operaciones, pero puede explicarse por esa incertidumbre sobre cual sería la reacción de los mercados y qué precio exigirían por la operación.

⁴ En el cuadro 1 se ofrecen las fechas más destacadas del proceso.