

La técnica de la titulización aplicada a la financiación de grandes Infraestructuras

Xavier Tintoré

Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos

Managing Director. JP Morgan

Cristina Pérez

ICADE

Especialista en Titulización y Financiación Estructurada. JP Morgan

RESUMEN

La titulización es una técnica financiera relativamente reciente en España, y de probado éxito en la financiación hipotecaria. En el contexto de la Unión Europea y de los mercados financieros del Euro, la técnica de la titulización puede proporcionar ventajas claras para la financiación de grandes infraestructuras, siempre que exista un ingreso recurrente que sea transferible a un fondo de titulización. Esta técnica es habitual en Estados Unidos y Gran Bretaña, y con algunas modificaciones legales podría complementar los mecanismos tradicionales de financiación de infraestructuras en España.

ABSTRACT

Securitization is a relatively recent financial technique in Spain and of proven success in mortgage finance. In the context of the European Union and the Euro financial markets, the securitization method may provide clear advantages for the financing of large infrastructures, providing there is a recurrent income which is transferred to a securitization fund. This technique is common in the United States and Great Britain and with some legal modifications could supplement the traditional forms of financing infrastructures in Spain.

La financiación de grandes infraestructuras, ya sean viarias, de ferrocarril, aeroportuarias, o relacionadas con el medio ambiente, siempre que cuenten con un ingreso recurrente en forma de peaje, canon, o precio podrían ser financiadas mediante las técnicas de titulización. En España, esta técnica de financiación es relativamente nueva, pero ya ha probado su éxito en el caso de la financiación de activos crediticios bancarios. En los últimos dos años se han realizado emisiones relacionadas con titulización de hipotecas, préstamos corporativos y otros activos bancarios por un importe superior a los 10.000 millones de Euros, y se espera que este tipo de emisiones continúen experimentando un rápido crecimiento. En países como Estados Unidos o Gran Bretaña, la titulización es una técnica asentada y que

ha probado su éxito para todo tipo de situaciones, desde financiación de hipotecas y préstamos al consumo, hasta financiación de infraestructuras como autopistas, hospitales o estadios. Este es el caso, por ejemplo, de la financiación por un importe de mil doscientos millones de dólares de la autopista de peaje de California denominada Foothill/Eastern Transportation Corridor, que mostró ya en 1995 la ventaja de utilizar esta técnica en un contexto de gran complejidad para la financiación de infraestructuras.

La creación de un mercado financiero europeo común, en base a la moneda del Euro, hace todavía más atractiva esta técnica para la financiación de grandes importes de inversión. El mercado del Euro empieza a permitir financiar importes que ex-

ceden de la capacidad de financiación doméstica de cada país, y además los grandes inversores especializados, por atender a plazos muy largos, o bien a riesgos crediticios altos, o bien estructuras de financiación muy complejas, empiezan a analizar posibilidades de inversión en el conjunto de la Unión Europea. La técnica de la titulización facilita el enfoque de este tipo de inversores en su especialidad de inversión, facilitando con ello gradualmente su actuación en el conjunto de la Unión Europea.

Esta técnica, que es válida en la financiación de grandes importes de inversión, no ha sido aplicada de manera significativa en España a infraestructuras, pero dadas sus características y ventajas creemos que no tardará en aplicarse de forma recurrente y creciente para proyectos que excedan en importe de inversión de los mil millones de Euros.

La financiación mediante la técnica de la titulización se basa en la venta de los derechos de cobro futuros sobre la infraestructura a un fondo de titulización, que luego accede a los mercados financieros con emisiones de bonos, permutas financieras, o préstamos, diseñados utilizando distintos elementos de ingeniería financiera. Debido a la venta de derechos de cobro futuro, el riesgo crediticio, y el coste de financiación reflejan el perfil de riesgo de los flujos de caja del proyecto. Esta técnica es reconocida por las agencias de rating como Moody's o S&P como financieramente válida; y emiten calificaciones crediticias de forma recurrente para los mercados financieros sobre financiaciones basadas en ella. En general es usada en proyectos de inversión grandes, con flujos de caja futuros estables, con un riesgo crediticio claro y de calidad, y con necesidades financieras a plazos largos, de diez o más años. Infraestructuras que en general casan con esta tipología son los aeropuertos, puertos, autopistas, ferrocarril, proyectos de suministro y tratamiento de aguas, proyectos de tratamiento y recuperación de residuos sólidos, grandes aparcamientos, grandes estadios y auditorios, y proyectos de transporte público.

Las ventajas de esta técnica son numerosas. Para los promotores de los proyectos, permite en ocasiones la financiación fuera de balance; es decir sin que la financiación del proyecto cuente como deuda propia, distorsionando por lo tanto sus ratios de balance, y sin que exista recurso financiero hacia ellos. Este aislamiento del riesgo crediticio mediante su transferencia a un fondo de titulización es clave en el proceso, y requiere unos parámetros de actuación claros y una labor legal cuidadosa.

Para el proyecto en sí mismo, la titulización proporciona ventajas que pueden variar desde hacer simplemente financiable el proyecto porque permite llegar a plazos más largos, o porque aísla mejor los riesgos crediticios, a permitir reducir el coste de financiación porque permite acceder a los inversores más eficientes para cada tipo de riesgo crediticio, o bien porque permite compatibilizar parte de financiación pública con financiación privada con un deslinde claro entre ambas, para hacer posible el proyecto. Ejemplos clásicos de cada uno de estos casos, son la financiación a plazos superiores a veinticinco años en el caso de autopistas de peaje, la financiación en divisas de proyectos

de aeropuertos en países emergentes en los que aislar el riesgo crediticio entre el riesgo del país y la infraestructura resulta de vital importancia, la utilización de compañías de seguros de mejora de riesgo crediticio (aseguradoras "monoline") para reducir el coste de la financiación, o bien la financiación por la iniciativa privada de proyectos de ferrocarril de alta velocidad en Gran Bretaña, contando con una aportación clara y limitada de recursos públicos al comienzo del proyecto.

La técnica de la titulización permite asignar el flujo de caja del proyecto de tal forma que se puedan construir tramos de riesgo crediticio separados, cada uno con su vencimiento correspondiente, y que se puedan eliminar o reducir sustancialmente riesgos financieros tales como los riesgos de variación de tipo de interés, riesgos de liquidez, o riesgos de impago, de forma eficiente. Esta asignación de los flujos de caja del proyecto se realiza mediante "prelaciones" de pago que son distintas a las que marca la ley de sociedades anónimas en caso de dificultad financiera, y que son determinadas únicamente por criterios de estructuración crediticia y maximización del acceso a inversores financieros. El valor añadido de la técnica de la titulización está en utilizar de forma diligente esta capacidad de diseño.

Así, es posible estructurar la financiación de un proyecto por tramos crediticios de menor a mayor riesgo, cada uno con su vencimiento diferente, y venderlos en el mercado a grupos de inversores especializados en estos tipos de riesgo y vencimientos. A modo de ejemplo, y para un mismo proyecto, se puede diseñar para un fondo de pensiones que tiene necesidades de inversión a tipo de interés fijo a treinta años de plazo, un bono cupón cero que tenga calidad crediticia máxima (AAA según las agencias de rating), y compatibilizarlo con una financiación bancaria a cinco años de plazo con grado de inversión de calidad media (A según las agencias de rating), y con una emisión de un bono de calidad de inversión baja o muy baja (B según las agencias de rating) dirigido a un inversor institucional especializado en invertir en renta fija de alto rendimiento. Esta combinación de instrumentos financieros, que resulta posible dentro del ámbito de libertad de diseño que permite un fondo de titulización, es la que permite casar las necesidades de inversión de un proyecto, con los flujos de caja que se generaran de él, aumentando la eficiencia en la financiación de grandes proyectos de infraestructuras.

La aplicación de la técnica de la titulización a proyectos de gran importe no es nueva en los mercados financieros internacionales, y la mayoría de entidades financieras con presencia internacional cuentan con equipos especializados en su aplicación. En España, convendría realizar algunos cambios legales para facilitar su uso, tales como facilitar la seguridad jurídica en la cesión de los derechos de cobro futuros a los fondos de titulización. En nuestra opinión, la técnica de la titulización es un complemento útil para los mecanismos tradicionales de financiación de infraestructuras existentes en España, y estamos convencidos que su aplicación facilitaría la financiación de grandes proyectos de infraestructuras. ■