

# MEDIDAS FISCALES Y FINANCIERAS DE APOYO A LA INVERSIÓN PRIVADA EN INFRAESTRUCTURAS: PUNTOS PARA EL DEBATE

## TAX AND FINANCIAL MEASURES AIDING INVESTMENT IN INFRASTRUCTURES. QUESTIONS FOR DEBATE

ANTONIO SÁNCHEZ SOLIÑO. Dr. Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos  
*Universidad Politécnica de Madrid*

DAVID MATÉ SANZ. Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos. Master en Dirección y Gestión Inmobiliaria  
*Universidad Politécnica de Madrid*

**RESUMEN:** Este trabajo propone unas determinadas medidas de tipo fiscal y de regulación financiera que podrían complementar el nuevo marco legal del sistema concesional de obras públicas. Se incluyen en primer lugar una serie de incentivos fiscales para las concesiones de obras públicas, cuyo fin sería el hacer viables económicamente un mayor número de proyectos en régimen concesional. En segundo lugar, y como propuesta novedosa en este campo, se estudia la posibilidad del establecimiento de un Fondo de Garantía de concesiones de obras públicas, destinado a garantizar el retorno de las inversiones financieras en títulos emitidos por las sociedades concesionarias, y que estaría dirigido a hacer más atractivo el sector de las concesiones de obras públicas para determinados inversores institucionales como los fondos de pensiones.

**PALABRAS CLAVE:** INFRAESTRUCTURAS, CONCESIONES, MEDIDAS FISCALES, GARANTIAS

**ABSTRACT:** The article proposes a number of tax and financial measures which could supplement the new legal framework of the public works concessionary system. With regards to this first aspect the article sets out a number of tax incentives for the concession of public works which would ensure the economic viability of a greater number of concessionary projects. Secondly, and as an innovation in this area, the article considers the possibility of establishing a Guarantee Fund for public works concessions in order to guarantee the return of financial investment in bonds issued by the concessionaires. This would make the public works concession area more attractive for certain institutional investors such as pension funds.

**KEYWORDS:** INFRASTRUCTURES, CONCESSIONS, TAX MEASURES, GUARANTEES

### 1. INTRODUCCIÓN

Tradicionalmente, los grandes Planes de infraestructuras desarrollados en España han estado sometidos a las necesidades coyunturales de la política presupuestaria, de tal forma que en los períodos de desaceleración económica, con menor crecimiento de los ingresos impositivos, disminuía también el ritmo de realización de las obras públicas, que adquirirían así un carácter marcadamente pro-cíclico.

Estas limitaciones son mayores, en principio, dentro de la zona euro, al encontrarse la política fiscal sujeta a la importante restricción del cumplimiento del Pacto de Estabili-

dad y Crecimiento y a la necesidad de coordinación entre todos los países que integran la Unión Monetaria. En este contexto, es difícil llevar a cabo nuevos programas de actuaciones que supongan un mayor gasto público. Sin embargo, en el caso español, algunos de los programas de obras públicas más importantes, y que más pueden contribuir al aumento de la productividad de la economía española, se están desarrollando en la actualidad a través de las vías extra-presupuestarias:

- En primer lugar, utilizando las entidades públicas empresariales relacionadas con la gestión de infraestructu-

ras (GIF, AENA, Puertos del Estado, etc.), y que cumplen los criterios establecidos para su consideración como empresas y no como Administraciones Públicas.

- En segundo lugar, mediante la potenciación de la fórmula concesional para la realización de infraestructuras.

En este segundo apartado hay que situar la elaboración de la nueva Ley reguladora del Contrato de Concesión de obras públicas. Esta ley tiene como objetivo principal precisamente atraer al capital privado a la inversión en infraestructuras, proporcionando un marco legal que sea a la vez flexible y estable. De esta forma se logrará hacer cada vez más independiente la política de infraestructuras de los presupuestos, sometidos a una restricción permanente por el Pacto de Estabilidad.

Sin embargo, este nuevo marco legal quedaría incompleto si no se arbitrara alguna fórmula de apoyo a la inversión en infraestructuras desde el sistema fiscal o desde el marco de la regulación financiera. Es decir, al igual que la Ley de la concesión de obras públicas deja abierta la puerta a la colaboración público-privada en determinados proyectos de infraestructuras mediante distintos tipos de aportaciones públicas a la financiación de la concesión, también cabe introducir incentivos fiscales o relacionados con la regulación financiera para apoyar dichas inversiones en obras públicas. Estas medidas fiscales o de regulación financiera podrían articularse bien a través de una nueva norma de rango legal, o bien mediante su incorporación a la reforma de la norma específica correspondiente (por ejemplo, la reforma prevista de la Ley actual del Impuesto sobre Sociedades (Ley 43/1995, de 27 de diciembre).

A continuación se realiza una propuesta de medidas, divididas en dos bloques. Se presentan en primer lugar los posibles incentivos de tipo tributario que cabría incorporar al régimen fiscal de las concesiones de obras públicas. En un segundo bloque se presenta una serie de propuestas de carácter financiero y se desarrolla, de todas ellas, un sistema de garantías que cabría prestar a los fondos de pensiones para facilitar la entrada de éstos en la financiación de infraestructuras. Dicho sistema estaría basado en la creación de un Fondo de Garantía de concesiones de obras públicas.

## **2. BENEFICIOS TRIBUTARIOS PARA LAS CONCESIONES DE OBRAS PÚBLICAS**

En primer lugar, la concesión de incentivos fiscales a las concesiones de obras públicas debe partir de la premisa de que el objetivo no es crear unos determinados privilegios para las empresas concesionarias. En realidad, la reforma general del sistema concesional debe llevar a un entorno más competitivo para dichas empresas, de forma que la mejora de la fiscalidad en este sector se trasladaría en su mayor parte a los usuarios finales de las infraestructuras a través de

unas menores tarifas. Los incentivos fiscales contribuirían de esta manera a hacer viables económicamente un mayor número de proyectos de obras públicas en régimen de concesión, de forma complementaria o alternativa a la concesión de ayudas con incidencia por el lado del gasto público.

La propuesta que se presenta incluye, por una parte, beneficios tributarios de carácter general, aplicables por tanto a todas las concesiones de obras públicas, y por otra, beneficios tributarios de carácter especial, cuya aplicación necesitaría el acuerdo del órgano otorgante de la concesión y, en su caso, de las otras Administraciones involucradas.

Esta propuesta se inspira principalmente en los beneficios tributarios reconocidos a las sociedades concesionarias por la Ley de Autopistas en régimen de concesión, de 1972. Dichos beneficios tributarios se ampliarían ahora a todo tipo de concesiones de obras públicas.

*Sobre los beneficios tributarios de carácter general, la disposición legal correspondiente deberá establecer que dichos beneficios tributarios serán de aplicación a todas las concesiones de obras públicas, y sólo podrán ser disfrutados en relación con los hechos imponible que tengan relación directa y exclusiva con el objeto de la concesión respectiva y durante los plazos de las mismas o de sus prórrogas.*

Entre dichos beneficios tributarios cabría incluir los siguientes:

- En el Impuesto sobre Sociedades, la posibilidad de realizar libremente amortizaciones técnicas del inmovilizado y de las dotaciones al fondo de reversión, deducibles en la base imponible del Impuesto sobre Sociedades. Dicha libertad de amortización podría limitarse temporalmente, por ejemplo a los ejercicios correspondientes al primer tramo del 30% del periodo de explotación de la concesión, estableciendo en cualquier caso que dichas dotaciones fiscales no podrán generar bases imponibles negativas en los ejercicios en que sean aplicadas.
- También en el Impuesto de Sociedades, cabría establecer una deducción de la cuota íntegra del Impuesto de un determinado porcentaje (que podría situarse, por ejemplo, en el 25 por 100) del importe de las inversiones directas que las sociedades realicen en la suscripción y desembolso de acciones emitidas por las sociedades titulares de concesiones de infraestructuras, como forma de atraer al capital privado a este campo.
- Se propone además la exención con carácter general de las concesiones de obras públicas del Impuesto sobre Construcciones, Instalaciones y Obras.

*Entre los beneficios tributarios de carácter especial que podrían aplicarse a las concesiones de obras públicas, cabría establecer los siguientes:*

- La exención del Impuesto sobre Bienes Inmuebles, que requeriría el acuerdo previo entre el órgano otorgante y las corporaciones locales afectadas.

- La exención del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados para la constitución, aumento del capital, otorgamiento de la concesión y formalización del contrato, realización de las obras y constitución, modificación y cancelación de préstamos, siempre que el importe de los mismos se aplique a alguno de los conceptos que integran la inversión en la obra, así como para la transmisión de terrenos con destino a la concesión.

De forma análoga al caso anterior, una exención de este tipo requeriría el acuerdo previo entre el órgano otorgante y las Comunidades Autónomas afectadas

- La bonificación de hasta el 95 por 100 en la cuota que corresponda a los rendimientos de los empréstitos que emitan, y de los créditos y préstamos que concierten, las sociedades concesionarias, cuando los fondos así obtenidos se destinen a financiar inversiones relacionadas con las concesiones, también en la línea de atraer al inversor privado a este campo. El porcentaje de la bonificación que se aplique en cada caso sería determinado por el órgano otorgante correspondiente.

Como se observa, en el caso de que la capacidad normativa o recaudatoria de la figura impositiva que se modifica corresponda a una Administración territorial (sea una Corporación Local o una Comunidad Autónoma), sería necesario el acuerdo de esta última para la aplicación del beneficio tributario en cuestión.

### **3. MEDIDAS FINANCIERAS DE APOYO A LA INVERSIÓN PRIVADA EN INFRAESTRUCTURAS**

El Plan General de Infraestructuras 2000-2006 del Gobierno prevé que la participación de la iniciativa privada invierta alrededor de 21.600 millones de euros (3,6 billones de pesetas) en infraestructuras. De éstos, 9.000 millones de euros (1,46 billones de pesetas) corresponden a obras que son competencia del Ministerio de Fomento. Este aumento de la demanda de capital privado puede provocar ciertas rigideces en la oferta de financiación por las entidades de crédito, dando lugar a una elevación de los tipos de interés de los préstamos sindicados. Lo que, entre otras causas, da lugar a que sean necesarios nuevos mecanismos de colaboración financiera y una ampliación del espectro de potenciales inversores, acudiendo para ello, aparte de a las entidades financieras, directamente a los ahorradores.

La madurez del sistema concesional español demanda propuestas que permitan la consolidación de las actuales

**El Plan General de Infraestructuras 2000-2006 del Gobierno prevé que la participación de la iniciativa privada invierta alrededor de 21.600 millones de euros (3,6 billones de pesetas) en infraestructuras**

fuentes de financiación y a la vez que permitan el acceso de nuevos inversores, como los fondos de pensiones o compañías de seguros, ó la banca multilateral (como el Banco Europeo de Inversiones), poco empleados en España en relación a otros países. En definitiva, se trata de crear estructuras financieras que consigan:

- La reducción del coste de la financiación privada de infraestructuras por la ampliación de la oferta de financiación al aumentar el número de inversores.
- La creación de un nuevo mercado de bonos y obligaciones de infraestructuras cuyos títulos, dotados de las garantías adecuadas, faciliten la entrada de los fondos de pensiones en la financiación de infraestructuras y eviten la transmisión innecesaria de inestabilidades al sistema financiero.
- La mejor definición y cuantificación de los riesgos permitiendo la asignación a aquellos que mejor los puedan controlar
- El desarrollo de mecanismos que faciliten la colaboración entre diversas Administraciones Públicas y la participación de éstas en asociaciones público-privadas que posibiliten la realización de acciones comunes para la consecución de los objetivos de cada uno de los asociados
- La promoción de una industria concesional española de infraestructuras sólida y segura, a la vez que se facilita una adecuada regulación de la misma mediante la información generada en el proceso

El alcance de estos objetivos se podría dinamizar mediante una regulación financiera que propusiese la creación de una empresa ó de una asociación público-privada que gestionase una serie de fondos cada uno de los cuales podría respaldar la oferta, bajo determinadas condiciones, de uno de los siguientes productos financieros:

- Oferta de capital riesgo y/o deuda subordinada
- Oferta de garantías que cubran el riesgo de crédito, total o parcialmente, de la deuda senior (1), o, incluso, de transferencias de derechos de crédito futuros en titulaciones
- Cobertura de determinados riesgos en los que incurren las administraciones públicas (fuerza mayor, etc.)
- Coberturas de riesgos financieros de proyecto o riesgos políticos, de más clara aplicación, quizás, en la promoción de la implantación de la industria concesionaria española en determinados mercados internacionales de interés estratégico nacional

(1) En caso de quiebra la deuda senior se pagaría en primer lugar, después la deuda subordinada y finalmente el capital

Cada uno de estos fondos se constituiría sin personalidad jurídica, con patrimonios independientes entre sí, y su representación y gestión se encomendaría a una sociedad Gestora, que tendría forma de sociedad anónima, y en cuyo capital podrían participar las empresas concesionarias de obras públicas, fondos de pensiones, entidades aseguradoras, Entes Públicos y el Estado español.

Alguno de estos productos ya está siendo ofrecido a la industria concesional por diversos agentes del mercado. Por ejemplo, COFIDES (2) a través del FLEX (3) facilita capital-riesgo para determinadas inversiones de empresas españolas en el extranjero, el Banco Europeo de Inversiones ha creado recientemente una línea de financiación estructurada con la intención de poder realizar inversión de capital-riesgo ó aportar deuda subordinada a proyectos de infraestructuras, el Estado español está aportando deuda subordinada para la financiación de autopistas, existen aseguradoras monoline, que ofrecen, bajo determinadas condiciones, aseguramiento financiero de la deuda senior a los concesionarios, etc.

A pesar de todo, en algunos casos, no esta muy claro en que medida contribuyen estos productos a la consecución de los objetivos citados anteriormente. En cualquier caso, se trata de productos que incidirían sobre tramos de alto riesgo de la financiación de los proyectos, a la vez que la oferta de este producto por un Fondo específico podría ser complementaria o mejorar opciones existentes en la actualidad. Éste es el caso de la oferta de deuda subordinada por el Estado español. La creación de un fondo que sirviese de vehículo del Estado para la concesión de estos préstamos, que estaría administrado por una sociedad Gestora, presenta diversas ventajas, entre las cuales merece la pena destacar que permitiría la participación de otras administraciones en el proceso, nacionales o supranacionales (4), ó de determinados agentes privados. A la vez, la recuperación de estos fondos podría crear un patrimonio tal que permitiese la realización de otras actividades de carácter financiero, como garantías financieras, etc. Actividades estas, incluidos los préstamos subordinados, en línea con la forma de promover las asociaciones público-privadas que propuso la Comisión Europea (1997) a partir de las conclusiones del informe Kinnock.

De todos los productos financieros anteriormente descritos hay uno de ellos que podría facilitar en mayor medida la consecución de los objetivos marcados. Este es la oferta de garantías que cubran el riesgo financiero, total o parcialmen-

(2) La Compañía Española de Financiación del Desarrollo, COFIDES, S.A., es una sociedad anónima de capital público y privado

(3) Fondo para inversiones en el exterior, FLEX, creado por la Ley 66/1997 de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social

(4) Partícipes europeos en el patrimonio de este fondo podrían ser los Fondos de Cohesión y los Fondos Estructurales, como medio de conseguir un efecto multiplicador de sus aportaciones o la vez que una nueva vía de desarrollo del principio "Proyectos generadores de ingresos". Aunque para ello deberían modificarse sus reglamentos.

**TABLA 1.**  
**Patrimonio de los fondos de pensiones (millones de euros)**

| Fecha    | Patrimonio |
|----------|------------|
| 31/12/88 | 152        |
| 31/12/90 | 3.214      |
| 31/12/95 | 12.822     |
| 31/12/00 | 37.859     |
| 30/06/01 | 39.530     |

Fuente: Inverco (Asociación de instituciones de inversión colectiva y Fondos de Pensiones)

**TABLA 2. Activos en propiedad de los fondos de pensiones a nivel mundial (millones de euros)**

| Areas económicas             | 1990      | 1999       |
|------------------------------|-----------|------------|
| AMERICA DEL NORTE            | 1.620.601 | 8.340.172  |
| EUROPA                       | 894.750   | 2.753.358  |
| PACIFICO                     | 1.381.745 | 1.871.817  |
| AMERICA LATINA               | 78.531    | 133.204    |
| ÁFRICA, ORIENTE MEDIO Y ASIA | 27.834    | 103.382    |
| TOTAL MUNDIAL                | 4.003.460 | 13.201.933 |

Fuente: INTERSEC (Journal of international security)

te, en emisiones de bonos (5), favoreciendo el acceso de esta industria a los mercados de renta fija mediante un proceso de desintermediación financiera. Entre las unidades de ahorro que pueden estar especialmente interesadas en la negociación de estos títulos son de especial interés los inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión, etc.), por ser inversionistas expertos en el análisis de productos complejos con visión de largo plazo.

A continuación se describe el potencial inversor que tienen los fondos de pensiones para posteriormente desarrollar las características que podría tener un Fondo de Garantía de concesiones de obras públicas destinado a garantizar el retorno de las inversiones financieras en títulos emitidos por las sociedades concesionarias, estructura, que en algunos aspectos, podría ser parecida para cualquiera de los productos financieros a los que se ha hecho referencia anteriormente.

### 3.1. El potencial inversor de los fondos de pensiones

El ahorro acumulado por los fondos de pensiones en España ha crecido muy rápidamente desde los años 90 (tabla 1). A 30 de junio de 2001, este ahorro era de 39.530 millones de euros.

No obstante, con la creación del área euro, en una economía mundial globalizada, con mercados de capitales fluidos e integrados y sistemas financieros interdependientes, los potencia-

(5) Este tipo de garantías podrían ofrecerse también para garantizar la línea de préstamos para financiación de infraestructuras que tiene creado el Banco Europeo de Inversiones

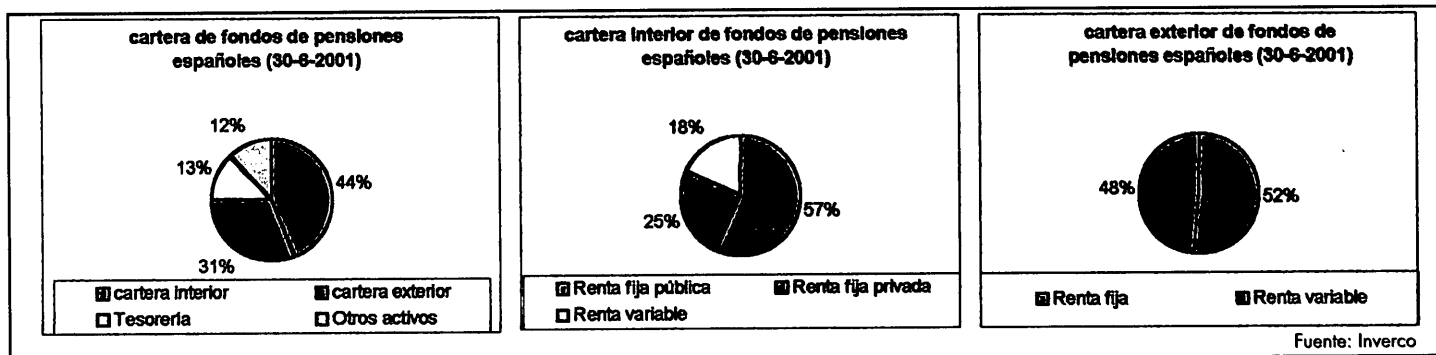


Gráfico 1.

les inversores en estas emisiones de obligaciones y bonos pueden provenir de otras áreas económicas. Así, destaca significativamente la capacidad de inversión de los fondos de pensiones en Europa (2,7 billones de euros) y en América del Norte (8,3 billones de euros). (Tabla 2)

El reglamento de planes y fondos de pensiones (6) indica que, como mínimo, un fondo de pensiones ha de invertir el 90% de su activo en los siguientes tipos de activos:

- a) activos financieros contratados en mercados organizados reconocidos oficialmente y de funcionamiento regular abierto al público, o al menos a las entidades financieras (mercado AIAF de renta fija, mercado hipotecario, etc.),
- b) en depósitos bancarios (con una inversión no superior al 15%),
- c) créditos con garantía hipotecaria, y en inmuebles.

También existen límites máximos de inversión en determinados activos (7) que siguen los siguientes criterios (8):

- a) Un Fondo de pensiones no puede invertir en títulos emitidos por una misma entidad más de un 5% del total de títulos en circulación emitidos o avalados por dicha entidad
- b) Un Fondo de Pensiones no puede invertir más de un 10% de su activo en la suma de los valores emitidos o avalados por una misma entidad o pertenecientes al mismo grupo (definido este por el artículo 4 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores), más los créditos otorgados a ésta o avalados por ella.

Bajo estas condiciones de inversión, la estructura de la cartera de los fondos de pensiones españoles a 30 de junio de 2001 era reflejado en el gráfico 1.

La inversión de los fondos en títulos de renta fija supone un 82% de su cartera en el mercado nacional. Actualmente existe

en España un mercado organizado donde emitir valores de renta fija por parte de empresas privadas dirigido expresamente a inversores institucionales, el mercado AIAF de renta fija.

Con este escenario tan favorable resulta paradójico el escaso éxito que ha tenido hasta la fecha esta fuente de financiación en el sector de concesiones español, cosa que no ha ocurrido en otros países, sobre todo en Estados Unidos. Los motivos que provocan esta situación pueden ser de tipo técnico, pero por encima de éstos habría que destacar consideraciones de índole práctica y de prudencia. Por ejemplo, el hecho de que no exista experiencia dentro de España de este tipo de emisiones; ó que al ser la única garantía de los inversores en el proyecto los ingresos que éste genere, el nivel de riesgo que estos perciben supera los umbrales mínimos que ellos se marcan para que una inversión sea considerada como de adecuada solvencia y seguridad; ó que el coste de la creación de mercado en las primeras operaciones puede dar lugar a su rechazo frente a otras fuentes de financiación por parte de las concesiones; ó el temor del regulador de que en caso del fallo de una concesión se transmitiesen inestabilidades a los sistemas de pensiones y asegurador.

Por lo tanto, por un lado se tiene la búsqueda de financiación privada para el sistema de provisión de infraestructuras, y por otro lado, se tiene la necesidad de abrir espacios de inversión que absorban el incremento de este ahorro privado. Ahorro que, en general, busca que sus recursos sean invertidos en una amplia cartera de productos diversificados, en sectores con buenas perspectivas y en productos con una vida media orientada al largo plazo y con una rentabilidad lo más garantizada posible.

### 3.2 Fondo de Garantía de concesiones de obras públicas: fórmula para crear espacios para la inversión de los fondos de pensiones

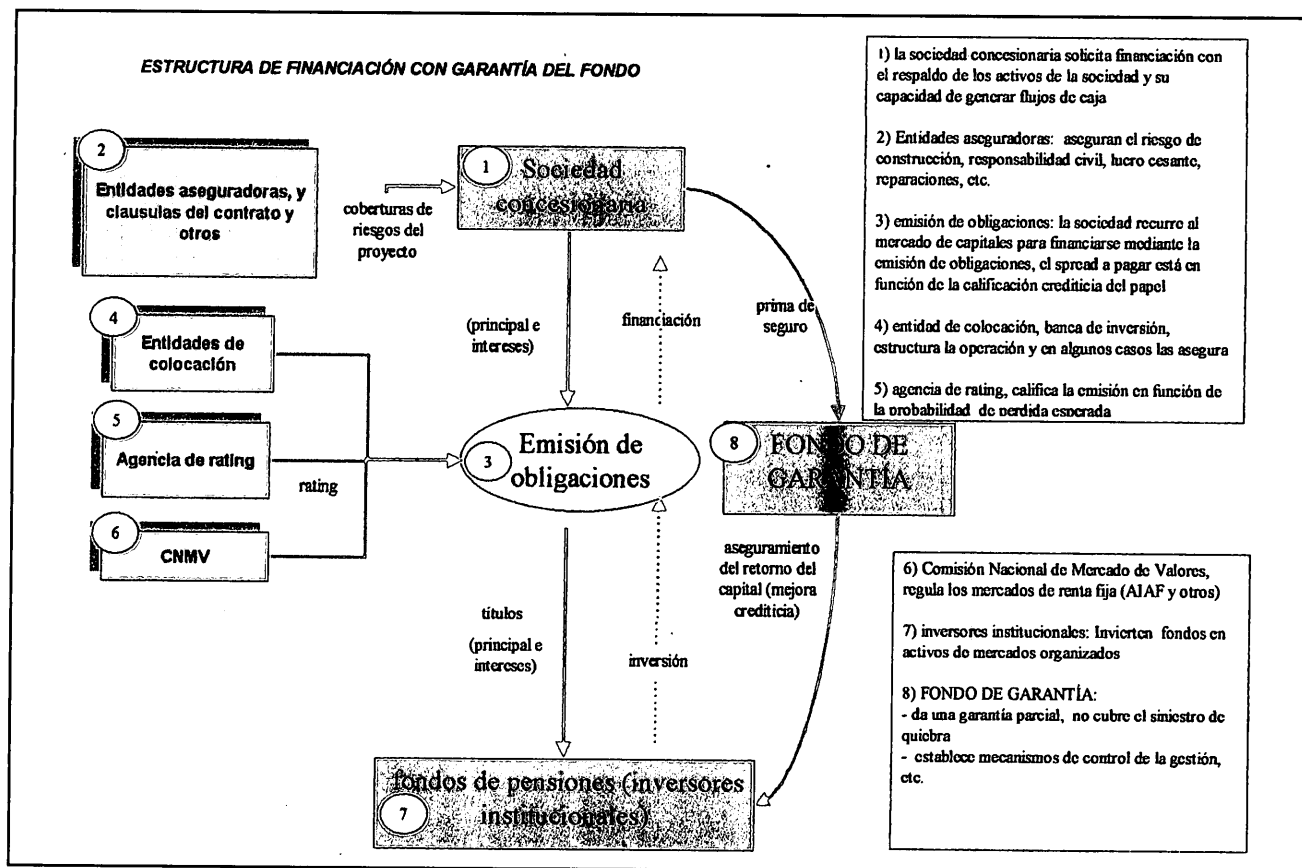
En todo caso y teniendo siempre en cuenta que los criterios de selección de los inversores institucionales están basados en la búsqueda de las mejores condiciones posibles del binomio rentabilidad-riesgo, parece bastante beneficioso para el sistema crear mecanismos que garanticen y faciliten la inversión de los fondos de pensiones u otros inversores institucionales. Esta ga-

(6) artículo 34 del RD 1307/1988, por que se aprueba el reglamento de planes y fondos de pensiones

(7) artículo 16 de la ley 8/1987, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones

(8) Estas limitaciones no son de aplicación para valores emitidos o avalados por el Estado, Comunidades Autónomas y Organismos Internacionales de los que España sea miembro

Figura 1.



ranía también podría provocar un efecto directo de disminución del coste de la financiación al mejorar el rating del proyecto.

Diversos organismos internacionales (BID, etc.), banca industrial y compañías de seguros están facilitando garantías de cobro de estas emisiones en proyectos de infraestructuras, bajo distintos formatos de producto, avales, seguros monoline y multilínea, garantías bancarias, etc. Sin embargo, estas garantías no son prestadas de una forma general, por lo que no se pueden considerar como una vía para dar solidez y seguridad a un nuevo mercado de obligaciones de infraestructuras. En cambio esto si lo conseguiría un Fondo de Garantía para emisiones de bonos de concesiones de obras públicas (figura 1).

Este sistema es novedoso en el ámbito de las infraestructuras, pero, en cambio, existen antecedentes en otros sectores. En España hay sistemas con objetivos parecidos como el fondo de garantía de depósitos en entidades de crédito del sistema bancario (RD 2606/96), sociedades de garantía recíproca para PYMES (Ley 1/1994, RD 2345/1996 y RD 1644/1997), fondo de garantía patrimonial de PYMAR (disposición adicional del RD 1239/1987) y aval del Estado (OM de 7 de Abril de 2000, BOE del 18) al sector del tráfico marítimo, que da garantías para compras de buques mercantes, el consorcio de compensación de seguros (Ley 21/1990) y el recientemente creado Fondo de Garantía de Inversiones (RD 948/2001).

¿Qué tipo de garantía facilitaría el fondo, en que situaciones se ejecutaría y quien sería el beneficiario?

El objeto de este Fondo de Garantía de concesiones de obras públicas, constituido sin personalidad jurídica, y cuya representación y gestión se encomendaría a una sociedad Gestora del Fondo de Garantía, sería garantizar el retorno de las inversiones (deuda senior) realizadas por fondos de pensiones y entidades aseguradoras (9) (beneficiarios de la garantía) en títulos emitidos directamente por sociedades concesionarias de obras públicas, o a través de la técnica de la titulización.

Cuando el Fondo tuviese una cartera relativamente diversificada de proyectos la sociedad Gestora podría asegurar, en el mercado de reaseguro, los riesgos en que incurre el Fondo de Garantía. Al ser una cartera de proyectos, se conseguirían unos precios significativamente menores que si se reasegurasen los proyectos uno a uno.

La garantía concedida por el Fondo se ejecutaría en caso de que se produjesen situaciones de insolvencia que incapacitasen

(9) El grupo de posibles beneficiarios de esta garantía podrían ampliarse a otros inversores institucionales definidos en el artículo 7.1 párrafo a) del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. En caso de emisiones de títulos negociables por fondos de titulización de activos que lleven incorporados los derechos de crédito futuros del concesionario, podría optarse porque dichos fondos de titulización también fuesen beneficiarios de la garantía del fondo.

a la sociedad concesionaria, tomadora de la garantía, a hacer frente, de forma transitoria, a sus obligaciones de pago, principal e intereses, de los títulos emitidos. En definitiva, en aquellos casos donde el ratio de cobertura del servicio de la deuda entrase en valores por debajo de uno, pero en cambio el proyecto continuase teniendo, a pesar de encontrarse en situación de falta de liquidez temporal, unas previsiones de ingresos superiores a sus obligaciones de pago durante la vida del proyecto. Si esto ocurriese, el fondo pagaría el porcentaje, de principal e intereses, al que no es capaz de hacer frente el concesionario. En caso de que la sociedad concesionaria hubiese sido declarada en estado de quiebra debería entrar en funcionamiento, por ejemplo, un procedimiento similar al contemplado en el anteproyecto de la ley reguladora de la concesión de obras públicas. Al existir un procedimiento de este tipo o similar para el caso de quiebra, la garantía no tendría porque cubrir el total del fondeo (inversión), sino una garantía parcial. Este porcentaje de cobertura respecto a la inversión total realizada por el inversor institucional podría ser, por ejemplo, el porcentaje máximo esperado de pérdida calculado siguiendo técnicas actuariales (10) como las empleadas por las empresas de rating.

Para la consecución de estos objetivos las sociedades concesionarias, tomadoras de la garantía del fondo, deberían suministrar periódicamente información precisa a la sociedad Gestora del Fondo de Garantía de las cuentas anuales y la evolución del equilibrio económico-financiero de la concesión. En caso de ejecución de la garantía, los gestores de la empresa concesionaria deberían presentar a los interventores de la sociedad Gestora del Fondo un plan de actuación, que debería de ser aprobado por dichos interventores, el cual fijaría las claves para reorientar el negocio concesional, en un plazo de tiempo razonable, hacia una posición de equilibrio económico-financiero. Este se cuantificaría, en principio, de acuerdo con el criterio definido en el contrato concesional. Dentro de este plan de actuación podría incluirse la aportación de capital a la concesión por parte de los accionistas de la concesionaria si así se estableció en el contrato de garantía dado por el Fondo. En caso de que este equilibrio no se alcanzase, parece lógico que la sociedad Gestora pudiese intervenir temporalmente la sociedad concesionaria hasta que se reorientase el negocio concesional, y que en caso de llegar a la situación límite de la quiebra actuase como asesor del gobierno en el proceso de rescate de la concesión.

El Fondo de Garantía crearía unas condiciones óptimas de seguridad y liquidez de las obligaciones emitidas por concesionarios de obras públicas. Un incentivo adicional que propiciaría la inversión de los fondos de pensiones podría ser modificar la limitación, que tienen estos, en la inversión en títulos emitidos o avalados por una misma entidad. De un máximo del 5 por ciento del total de los títulos en circulación de aquélla, se podría

ampliar al 15 por ciento, por ejemplo, en los casos en que se trate de títulos emitidos por concesionarios de obras públicas tomadores de una garantía concedida por la sociedad Gestora del Fondo.

Aunque diversos agentes del mercado, entre los que destacan las aseguradoras monoline, están, ya, facilitando garantías financieras de emisiones en proyectos de infraestructuras, sin embargo, como ya se ha comentado, estas garantías no son prestadas de una forma general, por lo que no se pueden considerar como una vía para dar solidez y seguridad a un nuevo mercado de obligaciones de infraestructuras. Un fondo de estas características a la hora de estructurar la financiación de un proyecto en caso de dificultades financieras del mismo parece que ofrecería, de entrada, mayor flexibilidad que la que ofrecería una compañía de este tipo. A la vez, la garantía que ofrecería el Fondo no es exactamente el mismo producto que el seguro monoline, considerando que el objetivo primero del Fondo no es el lucro económico, sino la asociación de los distintos agentes que intervienen en el sistema de tal manera que se creen estructuras de contención de riesgos a la par que una reducción de los costes de la financiación.

En cambio, sí se podría comparar la mejora crediticia que obtendría un proyecto al tomar una garantía del fondo frente a la clasificación crediticia que ofrece un seguro monoline, AAA. La clave de esto estaría en la solvencia que percibiese el sistema financiero de este fondo para hacer frente a las obligaciones contraídas, en definitiva la estructura de pasivo del mismo (patrimonio). El rating que tuviese un fondo de estas características difícilmente podría superar el que actualmente tiene el Reino de España (11). Calidades crediticias de este nivel solo se obtendrían, por parte del Fondo, con una alta dotación patrimonial o con una garantía última del Estado.

#### *¿Cómo se formaría el patrimonio del Fondo?*

El patrimonio del Fondo podría estar constituido por su capital y por las reservas acumuladas por las primas que se cobrarían a los tomadores de las garantías (figura 2). También podría recibir el Fondo préstamos concedidos por el Estado español, con el objeto de complementar las primas hasta alcanzar la provisión mínima necesaria para cubrir los riesgos en curso garantizados por el Fondo, obteniendo a la vez un índice de solvencia ante siniestros adecuado. Las Comunidades Autónomas y Administraciones Locales podrían dar garantías complementarias a concesiones situadas o que pasasen por sus territorios, mediante la creación de un fondo específico gestionado por la sociedad Gestora del Fondo.

El Fondo podría ser general, para todo tipo de obras públicas, ó haber varios fondos de carácter sectorial (por ejemplo, fondo de autopistas).

(10) Entre las variables de riesgo a considerar destacarían, entre otras, estructuración de la financiación, riesgo de demanda, riesgo de tipo de interés, riesgo de precio y plazo de construcción, etc.

(11) Recientemente, la agencia de rating Moody's ha elevado la clasificación crediticia del Reino de España a la máxima solvencia, Aaa

¿Cuál sería la cuantía de las aportaciones de los garantizados?

Las primas a pagar por los concesionarios podrían ser definidas por la sociedad Gestora del Fondo, previa aprobación del Ministerio de Fomento, y podrían incluir un porcentaje de los ingresos anuales de la sociedad concesionaria más una parte que variaría para cada concesionaria en función del riesgo del proyecto. Estas primas deberían tener las características siguientes:

- Haber internalizado la ventaja competitiva que aporta una estructura de este tipo; esto significa cumplir la condición de que la prima más el tipo de emisión de los bonos ha de ser menor que el tipo de emisión que se pagaría en caso de no tener esta garantía financiera.
- Definir la porción de prima variable en función de los riesgos con una metodología tal que sea percibida por las sociedades concesionarias como suficientemente objetiva. En todo caso, al suponer la garantía del Fondo un porcentaje de cobertura respecto a la inversión total realizada por el inversor institucional, esta prima debería ser proporcional al porcentaje máximo esperado de pérdida del proyecto calculado siguiendo técnicas tipo rating ó actuariales.
- El importe de la parte variable de la prima iría disminuyendo con el tiempo, pues, en general, el riesgo del proyecto también va disminuyendo

¿Qué sociedades concesionarias serían tomadoras de la garantía dada por el fondo?

Las garantías ofrecidas por el Fondo de Garantía deberían ser tomadas por todas aquellas concesionarias que desearan emitir títulos en el mercado AIAF de renta fija y que fuesen dirigidas a ser compradas por fondos de pensiones y aseguradoras. No se concedería la garantía a aquéllas que sobrepasasen un umbral de riesgo definido previamente.

| Activo                | Pasivo                             |
|-----------------------|------------------------------------|
| Garantías financieras | Capital propio                     |
|                       | primas acumuladas                  |
|                       | Deuda subordinada y/o Deuda senior |

Figura 2.

te por el Fondo. En este caso, el proyecto tendría que recurrir a otras coberturas o a otras fuentes de financiación. En todo caso, no deberían ser obligatorias para aquellas concesionarias cuya emisión de obligaciones tuviese una calificación crediticia igual a la del Estado español, obtenida directamente o tras tomar dichas concesionarias un seguro facilitado por una compañía aseguradora que garantice la devolución de la inversión a los compradores de la emisión. Las emisiones que se realizasen en el mercado bursátil podrían no estar obligadas a obtener una garantía del Fondo.

### 3.3. Conclusiones

Las principales ventajas que aporta el Fondo de Garantía de concesiones de obra pública son:

- Ampliar el espacio de inversión de los fondos de pensiones, al dotar al sistema de una adecuada seguridad de cobro
- Crear un mercado de obligaciones de concesiones de obras públicas, dando amplitud y profundidad al mercado de renta fija español
- Facilitar el acceso a las oportunidades de financiación que ofrece el mercado de capitales surgido a comienzos del 2002 en la zona euro, bajo el paraguas de la nueva moneda
- Reducir los costes de la financiación de infraestructuras, creando instrumentos adecuados de contención y asignación de riesgos
- Aumentar la capacidad de regulación del Estado sobre el sistema de concesiones por las necesidades de información que demandaría este sistema, a la vez que facilitaría la colaboración entre el sector público y el sector privado
- Servir de punta de lanza en el desarrollo de productos financieros que estructuren la inversión en proyectos de concesiones de obras públicas. ■

### BIBLIOGRAFÍA

–Comisión Europea (1997). *La Financiación de proyectos de la Red Transeuropea de Transportes mediante asociaciones entre los sectores público y privado*. Informe final del grupo de alto nivel. Bruselas.

–Engel, E., Fischer, R. y Galetovic, A. (1997). *Infrastructure Franchising and Government Guarantees*. En T. Irwing, M. Klein, G. Pery and M. Thobani (1997), *Dealing with Public Risk in Private Infrastructure*, Banco Mundial, Washington, D.C., pp 89-105.

–Maté, D. y Vassallo J.M. (2002). *Fondo de garantía de infraestructuras*. V Congreso de Ingeniería del Transporte, Santander.

–Maté, D. y Vassallo J.M. (2002). *Financial measures to boost private investment in transport infrastructures*. AET, European Transport Conference, Cambridge, Reino Unido.

–Moody's Investors Service (2000). *Nuevas autopistas de peaje. Metodología de Calificación*. Moody's Investors Service, Nueva York.

–Olmeda, M. (2001). *El sector financiero ante la ley reguladora de las concesiones de obra pública: primeras reflexiones*. En La política de infraestructuras del Ministerio de Fomento. Foro de Infraestructuras, Madrid.

–Puy, J. (2001). *¿Qué funciones han desarrollado las aseguradoras de bonos de financiación de proyectos y concesiones en Europa y USA? Las monoliner*. En *Sistemas de gestión, financiación y explotación de infraestructuras públicas: La nueva Ley Básica Reguladora de la Concesión de Obras Públicas*. Recoletos Conferencias & Formación, Madrid.

–Standard & Poor's (2001). *2001-2002 Project & infrastructure finance review*. McGraw-Hill Companies, Nueva York.