

# TITULIZACIÓN DE LOS DERECHOS DE USO DE LAS INFRAESTRUCTURAS

## THE SECURITIZATION OF INFRASTRUCTURE USAGE RIGHTS

FÉLIX ANEGÓN BLANCO. Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos. Ldo. en Ciencias Económicas y Empresariales  
 DAVID MATÉ SANZ. Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos. Master en Dirección y Gestión Inmobiliaria  
*Universidad Politécnica de Madrid*

**RESUMEN:** Este artículo analiza la titulación de activos como método de financiación, y en especial, para las infraestructuras que generen por su uso unos derechos de cobro. Primeramente, se aborda el concepto de titulación de activos desde un punto de vista genérico, teniendo en cuenta la regulación vigente en el ámbito general del sistema financiero. Posteriormente, se señala la problemática que dicha legislación plantea para su aplicación en las concesiones de infraestructuras y por último, se recogen las aportaciones que sobre este método de financiación contempla el Anteproyecto de Ley de concesiones de infraestructuras.

**PALABRAS CLAVE:** FINANCIACIÓN, TITULIZACIÓN, RIESGOS, MERCADO DE CAPITALES

**ABSTRACT:** This article analyzes the securitization of assets as a means of financing and, particularly, with regards to the financing of those infrastructures which generate a toll or a right to charge for its usage. The article provides an overview of the concept of asset securitization in terms of current financing legislation. The article goes on to indicate the problems posed by the said legislation when applied to concessions of infrastructures and concludes by referring to the indications of the draft law of infrastructure concessions regarding this method of financing.

**KEYWORDS:** FINANCING, SECURITIZATION, RISKS, CAPITAL MARKETS

### 1. INTRODUCCIÓN

La titulación es una técnica financiera que permite la financiación de proyectos empresariales siempre que cuenten con un ingreso recurrente, como pueden ser en el caso de las infraestructuras los peajes o el canon por uso. Es una alternativa a otras fuentes de financiación más tradicionales como son los préstamos de entidades de crédito, emisión de bonos y obligaciones, deuda subordinada, préstamos participativos, factoring, etc.

Mediante la titulación, una sociedad propietaria de unos derechos de cobro registrados en su balance ó incluso aquella que únicamente cuente con la posibilidad de obtención de ingresos en el futuro, como es el caso de una concesionaria de infraestructuras, traslada sus necesidades de crédito a los mercados de capitales con la garantía de los ingresos futuros.

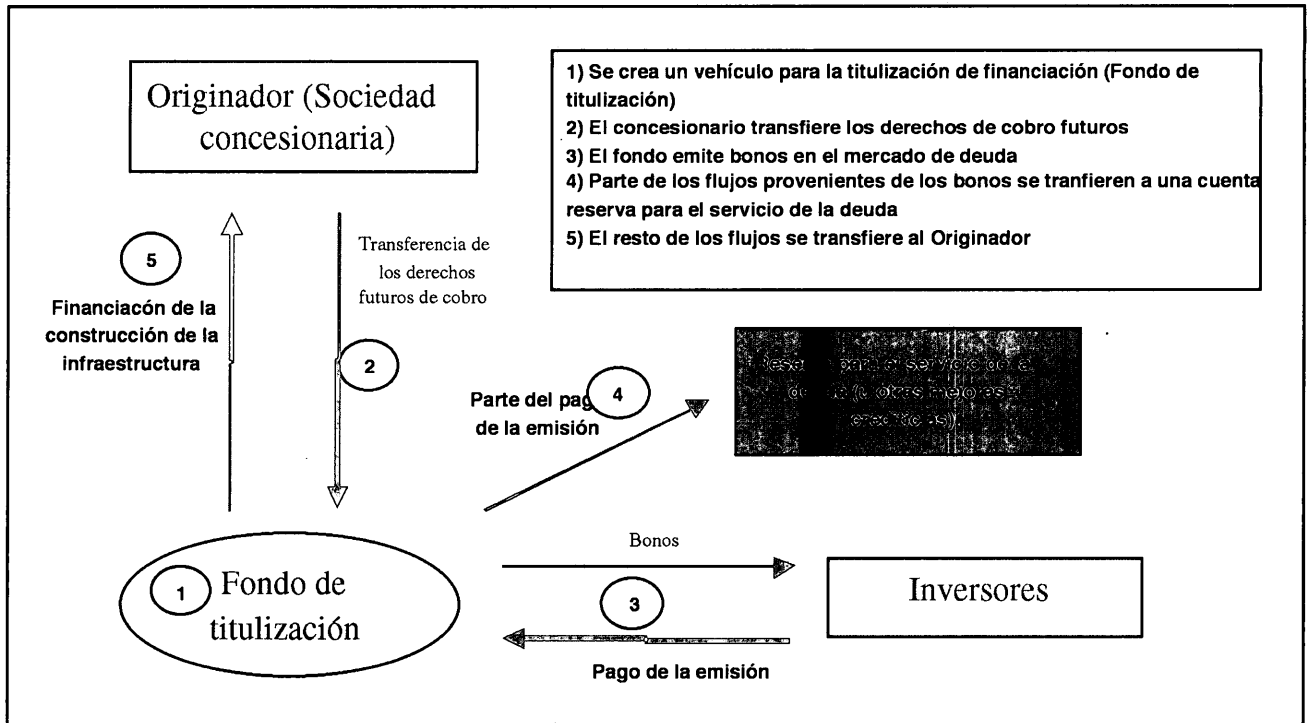
La principal ventaja que aporta este modelo de financiación con relación a las formulas tradicionales es que permite obtener financiación y a la vez, transferir el riesgo de los derechos de cobro. Para que esto sea posible es necesario crear una sociedad instrumental que se va a interponer entre la concesionaria, necesitada de financiación y los futuros financiadores. Esta sociedad se llama fondo de titulación, que compra los activos, ó los

derechos de cobro, a la concesionaria. Para realizar esta compra emite unos valores negociables en los mercados financieros.

Esta técnica es ampliamente utilizada en países como Estados Unidos, Gran Bretaña y Luxemburgo, donde se han titulado desde créditos hipotecarios, saldos de tarjetas de crédito, financiación a la compra de bienes de consumo, hasta los ingresos futuros de autoridades municipales de agua (Nueva York) ó los de autopistas de peaje (foothill/Eastern Transportation Corridor de California). En España se han titulado créditos hipotecarios y créditos a grandes empresas concedidos por entidades de crédito, así como, los derechos de cobro de las empresas de eléctricas debidos a la moratoria nuclear. El sector eléctrico emitió unos bonos cuyos pagos están garantizados por los cargos extra que soportan los usuarios en su factura de consumo eléctrico.

En España, la regulación sobre titulación comienza en 1992 con los Fondos de Titulación Hipotecaria y en 1998 se amplía la legislación para todo tipo de activos mediante el RD 926/1998, de 14 de mayo. Posteriormente, como una forma indirecta de facilitar el acceso de las pymes al mercado de capitales, en 1999 se regulan los Fondos de Titulación Garantizados por el Estado.

Figura 1.



El Anteproyecto de la Ley básica reguladora de la concesión de obras públicas recoge la posible transformación en títulos negociables de los derechos de crédito del concesionario: cobro de tarifas, ingresos por la explotación de elementos comerciales relacionados con la concesión, así como, posibles aportaciones de la Administración, y, así mismo, se señala que dichos derechos de crédito podrán transmitirse a fondos de titulización.

En el presente documento profundizaremos sobre el concepto de titulización y los diferentes intervinientes del proceso, posteriormente analizaremos las ventajas que tiene este método de financiación en relación con los métodos tradicionales. No obstante, analizaremos las deficiencias que la normativa general plantea para su implementación en la financiación de infraestructuras, debido a la singularidad de este tipo de derechos de cobro

## 2. CONCEPTO

La financiación mediante la técnica de titulización se basa en la venta de los derechos de cobro futuros sobre la infraestructura a un fondo de titulización que, a su vez, los transforma en títulos negociables para transmitirlos a los mercados financieros. La garantía de los derechos futuros de cobro ha permitido financiarse al concesionario y transmitir el riesgo crediticio al fondo de titulización que, a continuación, lo ha repercutido al comprador del título negociable (figura 1).

La titulización implica un proceso en el que una sociedad propietaria de unos activos ó derechos de cobro, registrados en su balance ó incluso que cuente con la posibilidad de obtención de

ingresos en el futuro, como es el caso de una concesionaria de infraestructuras, traslada sus necesidades de crédito a los mercados de capitales con la garantía de los ingresos esperados de dichos activos, por ejemplo, el mercado de renta fija privada en España, AIAF. La sociedad propietaria (originador) transfiere los activos, ó los derechos de cobro, a una entidad independiente, fondo de titulización de activos (FTA), cuya naturaleza corresponde a un patrimonio sin personalidad jurídica administrado por una Sociedad Gestora independiente (Sociedad Gestora de Fondos de titulización).

El fondo de titulización aglutina dichos activos cedidos y emite unos títulos negociables que permiten obtener la tesorería necesaria para comprar al originador los derechos futuros de cobro. La devolución del principal y los intereses de estos valores (rentabilidad de los títulos) estaría respaldada por la capacidad de generar flujos de caja por parte de los activos (figura 2). La creación de un vehículo emisor, el fondo de titulización, completamente aislado de la entidad cedente (originador), es básico en todo proceso de titulización. De esta manera, se separan responsabilidades y riesgos. El riesgo del proyecto se transfiere desde el originador (concesionario) al vehículo del proyecto (fondo de titulización), salvaguardando la solvencia general del concesionario.

Los activos, ó los derechos de cobro, serán cedidos por el originador al fondo de titulización, mediante un contrato de transferencia de activos (venta sin desvinculación del activo). Este contrato es la pieza clave de la operación. En él se determinará las características de la cesión de los activos, la distribución de riesgos del conjunto de la operación y por quién y de que manera son

asumidos. En estos contratos también se contempla entre otras cosas, prevenciones sobre eventuales acontecimientos que afectan a la empresa cedente de los activos, tales como la futura posibilidad de compra, fusión y venta de activos importantes, cambios de prestamistas, límites de endeudamiento, pagos de dividendos, etc.

En esta fase suelen intervenir los organismos supervisores de la cesión de activos de tal manera que se produzca la efectiva transmisión de riesgos. En España este organismo es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV.

El organismo supervisor exige que los títulos a vender en el mercado sean analizados previamente por una agencia de calificación o rating, como Moody's o S&P. Estas agencias se encargan de determinar la calidad crediticia de la cartera de activos, es decir determinan la capacidad de un deudor para hacer frente a sus compromisos de pago asumidos en la emisión. En las emisiones de títulos, el rating, además de obligatorio, es sumamente importante pues facilita al posible inversor el análisis de una operación compleja, ofreciéndole una valoración independiente y externa y un criterio de comparación con emisiones similares.

Mediante el proceso de titulización se posibilita la mejora de la calidad crediticia de la emisión gracias a la utilización de diversos mecanismos, como el aseguramiento por un tercero, la existencia de un tramo subordinado ó diferentes tramos de riesgo o el establecimiento de un fondo de reserva.

En general, esta formula es usada en grandes proyectos de inversión, con flujos de caja futuros estables, con un riesgo crediticio claro y de calidad, así como, plazos largos, superiores a los diez o quince años. Infraestructuras que encajan con esta tipología son los aeropuertos, puertos, autopistas, ferrocarril, proyectos de suministro y tratamiento de aguas, proyectos de reciclaje de re-

síduos sólidos, grandes aparcamientos, estadios y auditorios y proyectos de transporte público.

En los mercados internacionales, la homogeneidad y la capacidad de segregación de los activos del balance del originador ha generado tres grandes modelos de titulización. Estos diferentes modelos no tienen como requisito previo la homogeneización, si no que, han surgido, precisamente, para recoger fondos con activos muy homogéneos y fondos con activos singulares.

Describiremos brevemente estos modelos:

a) ABS (Asset Backed Securities)

Se trata de la forma clásica de titulización e implica la emisión de deuda, o ABS, respaldados por una cartera de activos homogéneos. Fueron los primeros en implantarse centrándose en: tarjetas de crédito, arrendamiento y financiación de automóviles, préstamos a empresas y cuentas comerciales por cobrar. La ley del 98 se adapta claramente a este modelo, activos homogéneos con renovación en fondos abiertos tanto por el activo como por el pasivo. Un producto muy financiero donde se produce fácilmente la transferencia total de activo y del riesgo.

b) Financiación de flujos de efectivo futuros

Los activos utilizados en este caso son los ingresos generados en el curso normal de la actividad de una sociedad. Se trata de activos singulares y encaja en el modelo de financiación de infraestructuras de titularidad pública. Son activos que no suelen estar reflejados en el balance de la sociedad. El RD de 98 también recoge esta modalidad son lo que llaman derechos de crédito futuros.

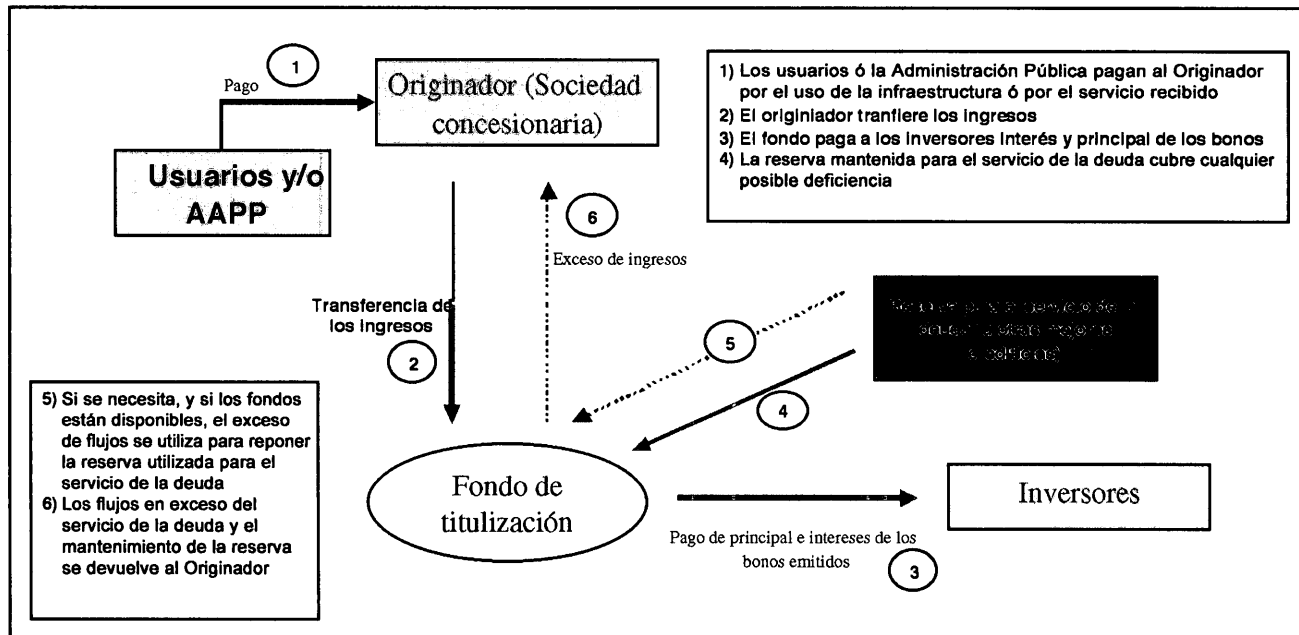


Figura 2.

En relación con este modelo, algunos autores proponen como posible modificación, en relación con la homogeneidad de los activos, la posibilidad de integrar los derechos futuros que derivan de la explotación de dos o más infraestructuras y/o servicios de la misma o similar naturaleza, aún cuando sean aportados por cedentes distintos en mismo fondo de titulización.

c) Titulización de activos operativos.

La financiación en este caso está respaldada por los activos operativos de la empresa y normalmente incluye un importante elemento inmobiliario. Se trata del modelo más novedoso e incluye los activos "elegibles" que generan los principales ingresos de la compañía. Los inversores confían en los activos y en las garantías asociadas a los mismos para la amortización de sus bonos, sea a través de los flujos de efectivo generados por los activos o a través de su venta o liquidación bajo condiciones adversas. En este último modelo se salta hasta cierto punto el principio de transferencia de riesgo total. Por lo que el bono ó título exige una nueva garantía del tipo de acreedor hipotecario. En los mercados internacionales se han producido operaciones de estas características y podría decirse que se asemejaría bastante a la titulización en una concesión.

### **3. VENTAJAS DE LA TITULIZACIÓN**

#### **Transferencia del riesgo**

Los promotores del proyecto pueden financiar el proyecto desde fuera de su balance, o sea, sin que la financiación cuente como deuda propia, mejorando sus ratios de apalancamiento del balance y eliminando la posibilidad de 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 muy claros y una labor legal cuidadosa. Sin transferencia clara e irrefutable del riesgo crediticio, con la consiguiente limitación del riesgo financiero para el promotor, el valor añadido aportado por la titulización desaparece.

#### **Flexibilidad en el planteamiento financiero**

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 del proyecto, o permite reducir el coste de financiación porque permite acceder a los inversores más eficientes para cada tipo de riesgo crediticio o bien porque compatibiliza financiación pública con privada con un deslinde claro entre ellas para asegurar la viabilidad del 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 ae-

ropuertos en países emergentes donde resulta primordial separar el riesgo crediticio del riesgo país, la utilización de compañías de seguros de mejora del crédito (aseguradoras monoline) en el caso de proyectos de medio ambiente para reducir el coste de 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.

#### **Estructura financiera a medida**

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, de manera que se puedan reducir los riesgos financieros de interés, liquidez e impago. Esta asignación de los flujos de caja del proyecto se realiza mediante "relaciones" de pago que son distintas a las que marca la legislación en caso de dificultad financiera, y que son determinadas únicamente por criterios de estructuración crediticia y optimización del acceso de diferentes tipos de inversores. El valor añadido de la técnica de la titulización está en utilizar de la forma más eficiente esta capacidad de diseño.

Esta técnica permite, por tanto, estructurar la financiación por tramos crediticios de menor a mayor riesgo, cada uno con su vencimiento diferente y ofrecerlos al mercado para cubrir un amplio espectro de perfiles de riesgo y adaptarse al mayor número posible de inversores.

A modo de ejemplo, la titulización puede ofrecer, para un mismo proyecto, la posibilidad de invertir a un fondo de pensiones que tiene preferencias por un tipo fijo a treinta años con un bono cupón cero que tenga calidad crediticia máxima (AAA según la agencia de rating) y compatibilizarlo con una financiación bancaria a cinco años con un grado 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 en el ámbito de la Unión Europea.

Esta combinación de instrumentos financieros, que resulta posible dentro del ámbito de la libertad de diseño que permite un fondo de titulización, es la que permite ajustar las necesidades de financiación de un proyecto con los flujos de caja que genera. Esta técnica puede permitir que un gran proyecto de infraestructuras pueda ser financiado de forma eficiente.

### **4. PROBLEMÁTICA DE LA LEGISLACIÓN ACTUAL**

A lo largo de este apartado, se presentan diferentes aspectos de la reglamentación de titulización de activos, recogida en el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo que están dificultando una eficiente aplicación para la financiación de las infraestructuras.

Los mercados financieros internacionales llevan tiempo aplicando esta figura financiera pero desde concepciones legales propias del derecho anglosajón, normalmente más flexibles que

permiten poner en funcionamiento estructuras tan complejas como es la titulización de activos y derechos de uso.

### Homogeneidad de los activos del fondo

El Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo que regula los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización, recoge en su artículo 2 las características que deben tener los activos y pasivos de los fondos de titulización.

Se establece en el citado artículo que: *"Podrán incorporarse a un fondo de titulización activos de naturaleza homogénea que pertenezcan a alguna de las categorías siguientes"*:

- a) *Derechos de crédito que figuren en el activo del cedente.*
- b) *Derechos de crédito futuro que, constituyendo ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, su transmisión se formalice contractualmente, probando, de forma inequívoca, la cesión de la titularidad."*

El Real decreto establece la homogeneidad de los activos como requisito previo y restrictivo que no hace, si no, introducir incertidumbres sobre su alcance a los financiadores y a la propia CNMV en su informe para la aprobación de la operación.

Hay que concluir que el tratamiento de la homogeneidad en el Real Decreto es restrictivo y, tal como se demuestra en los mercados internacionales, no debería ser un requisito previo. La regulación debería contemplar un abanico de fondos para diferentes homogeneidades.

### Naturaleza jurídica de los ingresos

Existe cierta controversia sobre la naturaleza jurídica de las tarifas cobradas por el uso de las infraestructuras: tasas (naturaleza demanial de los bienes objeto de utilización) o precios privados.

Esta en discusión la naturaleza de determinadas contraprestaciones que abonar los usuarios por la utilización de ciertos bienes o por la recepción de determinados servicios. En particular, la cuestión que se suscita es la de si tal contraprestación constituye o no una prestación patrimonial de carácter público y, en caso afirmativo, si la prestación en cuestión tiene o no naturaleza tributaria. Es cierto que un cualificado sector doctrinal sostiene que, en los supuestos en los que los servicios considerados son gestionados indirectamente, la retribución a abonar por los usuarios de los mismos en ningún caso tiene naturaleza tributaria e incluso de prestación patrimonial de carácter público, constituyendo siempre un precio privado bien que intervenido administrativamente.

Ello no obstante, no puede dejar de recordarse la polémica examinada y las dudas que en alguna ocasión se han suscitado

El Real decreto  
establece la  
homogeneidad de los  
activos como requisito  
previo y restrictivo que  
no hace, si no,  
introducir  
incertidumbres sobre su  
alcance a los  
financiadores y a la  
propia CNMV en su  
informe para la  
aprobación de la  
operación

acerca de la posibilidad de entender que cambia la naturaleza de la contraprestación abonar por los usuarios de un mismo servicio por el simple hecho de que éste sea objeto de gestión directa o indirecta.

Naturalmente, en el caso de que se haya producido la titulización del derecho de cobro de un ingreso por parte del concesionario en concepto de tarifa y posteriormente se procediera a la recalificación de la prestación a abonar por los usuarios como prestación patrimonial de carácter público o, más aún, como tributo, es posible que tal recalificación conllevara consecuencias desde la perspectiva de la validez de la aludida contraprestación, lo que a su vez podría afectar a la titulización hipotéticamente ya realizada.

### Prelación de los compradores de bonos

Una de las principales ventajas que ofrece la técnica de la titulización es que permite asignar el flujo de caja del proyecto de tal forma que se puedan construir tramos de riesgo crediticio separados, con riesgos, remuneraciones y plazos diferentes. De esta manera se ofertan los bonos a inversores con perfiles de riesgo distinto y se consigue estructurar óptimamente la financiación.

Esta técnica permite, por tanto, estructurar la financiación por tramos crediticios de menor a mayor riesgo, cada uno con su vencimiento diferente y ofrecerlos al mercado para cubrir un amplio espectro de perfiles de riesgo y adaptarse a un mayor número de posibles inversores.

Esta asignación de los flujos de caja del proyecto se realiza mediante "prelaciones" de pago que son distintas a las que marca la legislación en caso de dificultad financiera, y que son determinadas únicamente por criterios de estructuración crediticia y optimización del acceso de diferentes tipos de inversores. El valor añadido de la técnica de la titulización está en utilizar de la forma más eficiente esta capacidad de diseño.

La regulación debería recoger la singularidad de estas prelación y mantenerlas en el caso de dificultades financieras, y no agrupando a todos los tenedores de bonos como acreedores con los mismos derechos, tal como recoge la Ley de Sociedades anónimas y el Código de Comercio. No tener en cuenta esta singularidad, haría perder a esta figura financiera una de sus grandes potencialidades: un mecanismo de asignación de riesgo discriminante y eficiente.

### Suscripción de deuda subordinada

El Real Decreto en su exposición de motivos recoge que para reforzar la solvencia y el equilibrio patrimonial del fondo, se regula un tipo específico de pasivos, denominadas "aportaciones" de inversores institucionales. Se caracterizan por corresponderles el remanente que, en su caso, puede quedar con ocasión de la liquidación del fondo.

Financieramente, se trata de una clásica financiación subordinada que mejora el "margen de seguridad" de los compradores de los bonos.

El Real decreto en su artículo 1 de "Disposiciones Generales", señala que dicha deuda subordinada sólo puede ser suscrita por inversores institucionales, entendiéndose por tales lo recogido en el Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

La regulación debería permitir al originador/concesionario que pudiese suscribir dicha deuda subordinada, pues transmitiría al mercado y a las agencias de rating una señal de asunción de mayor riesgo con el proyecto por parte del promotor. Algo que está muy positivamente valorado por los nuevos inversores, especialmente si son pequeños y no disponen de los medios y profesionalización de los inversores institucionales.

## **5. MEJORAS INTRODUCIDAS EN LA NUEVA LEY BÁSICA REGULADORA DE LA CONCESIÓN DE OBRAS PÚBLICAS**

El anteproyecto de Ley básica reguladora de la concesión de obras públicas recoge en el artículo 254, dentro capítulo IV sobre "Financiación privada", la incorporación a títulos negociables de los derechos de crédito del concesionario. Concretamente señala que, previa autorización del órgano de contratación, podrán emitirse valores que representen una participación de los derechos de crédito a favor del concesionario consistente en el derecho de cobro de las tarifas, los ingresos que pueda obtener por la explotación de los elementos comerciales relacionados con la concesión, así como los que correspondan a las aportaciones que, en su caso, deba realizar la Administración. Este aspecto ya se recoge en la normativa general sobre titulación en el R.D. 926/1998 donde autorizaba, como algo novedoso, la emisión de bonos con el respaldo de ingresos futuros.

La aportación singular de la nueva Ley básica se recoge en punto 2 de este mismo artículo, donde dice que los créditos incorporados a un valor negociable emitido para la financiación privada de obras públicas tendrán el carácter de separables en caso de quiebra y ocuparán el mismo lugar en la prelación que el acreedor hipotecario, incluso en el supuesto de que la Administración asuma la deuda la deuda correspondiente.

La Ley esta otorgando al financiador privado de obras públicas, tanto el financiador tradicional como en el caso específico de una titulación, unas garantías justificadas por la singularidad y complejidad de este tipo de proyectos que necesitan grandes inversiones y dilatados períodos de explotación. La Ley recoge en el apartado 4 de este mismo artículo y en el artículo 263.4 cómo se concretan dichas garantías: "cuando se produzca la extinción de la concesión tanto si es o no imputable al concesionario, sin que los acreedores hayan obtenido el reembolso correspondiente a sus títulos, la Administración concedente podrá optar por resolver la concesión, acordando con el representante de los acreedores la cuantía de la deuda y las condiciones en que deberá ser amortizada" y en el artículo 263.4 "los plazos fijados en los pliegos de condiciones podrán ser prorrogados potestativamente, más allá de los límites establecidos hasta los 60 y 25 años respectivamente para restablecer el equilibrio económico del contrato o excepcionalmente, para satisfacer los derechos de los acreedores en el caso de que los derechos de crédito del concesionario hayan sido objeto de titulación".

Las enormes incertidumbres que en tan largo plazo pueden acontecer, unido a los innumerables retornos económicos que tanto en el corto como en el largo plazo va a obtener la sociedad en su conjunto por la construcción y explotación de la infraestructura justifican, a nuestro modo de ver, las garantías de la Administración.

## **6. CONCLUSIÓN**

La titulación de créditos y derechos de uso es bastante habitual en los mercados financieros internacionales. En España, se están poniendo las bases legales para que esta técnica pueda desarrollarse con plenas garantías. En el contexto de la construcción y explotación de infraestructuras, la nueva Ley aporta una serie de mejoras en la normativa general para contemplar la singularidad de las concesiones de infraestructuras, justificadas por los cuantiosos impactos económicos que dichas infraestructuras generan, así como, la necesidad de llevarlas a cabo por el proceso de convergencia real en que nuestra economía está inmersa, condicionada por un contexto de restricciones presupuestarias para acceder a nuevos mercados. ■

## **BIBLIOGRAFÍA**

- BOE (1998) RD 926/1998, de 14 de Mayo, por el que se regulan los fondos de titulación de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulación, Boletín Oficial del Estado, Madrid
- Ministerio de Fomento (2001). Anteproyecto de ley reguladora de las concesiones de Obras Públicas. Ministerio de Fomento, Madrid. En Foro de Infraestructuras, *La política de infraestructuras del ministerio de fomento, Colegio de Ingenieros de caminos*. Madrid
- Merrill Lynch (2000). *Introducción a los mercados de titulación*. Asset Backed Securities (ABS) y Mortgage Backed Securities (MBS).
- New York City Municipal Water Finance Authority (1992) Preliminary official statement of Water and Sewer System Revenue Bonds. 200,000,000 \$. Fiscal 1992 Series C. Goldman, Sachs & Co, Nueva York
- Foothill/Eastern Transportation Corridor Agency (1995) Official statement of toll road revenue bonds series 1995<sup>o</sup> 1,262,750,597.70 \$ (Fixed rate). Paine Webber Incorporated, Nueva York
- Fondevilla Roca, Eduardo e Igartua Arregui, Fernando (2000). *La titulación como nuevo método de financiación*. Análisis Financiero.
- Ayuso, Juan (1998). *Perspectivas para la titulación de activos en España*. Boletín Económico del Banco de España.
- Tintoré, Xavier y Pérez, Cristiba (2000). *La técnica de la titulación aplicada a la financiación de las grandes infraestructuras*. Revista de Obras Públicas.
- Actualidad Financiera (3<sup>o</sup> trimestre 1998). Monográfico sobre titulación de activos.