

EL SECTOR FINANCIERO ANTE LA LEY REGULADORA DE LAS CONCESIONES DE OBRA PÚBLICA. PRIMERAS REFLEXIONES

THE FINANCIAL SECTOR AND THE PUBLIC WORKS CONCESSIONS LAW.

MARIANO OLMEDA SARRIÓN. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales
BSCH

RESÚMEN: Pretende el autor reflexionar sobre la situación actual de los distintos modelos de financiación privada de infraestructuras y el impacto que el nuevo anteproyecto de Ley reguladora de la Concesión de Obras Públicas tendrá en la financiabilidad de las mismas.

Se analizan inicialmente los cuatro métodos básicos de financiación que son: Project Finance; Titulización; Mercado de Capitales y Método Alemán.

Se hace especial hincapié en la importancia creciente de la calificación crediticia o "rating" de la deuda anexa a un proyecto de inversión de infraestructuras, de manera que en el futuro habrá más diferencia en el coste de los fondos para las infraestructuras buenas (desde el punto de vista financiero) y las no tan buenas.

Se destaca el deber de las administraciones públicas de reducir el riesgo global de la deuda anexa a las infraestructuras, con mecanismos de ajuste directos de las tarifas en caso de desviaciones importantes en el tráfico real respecto del tráfico que sirvió de base para la adjudicación de la concesión.

Por último, se analiza el efecto de la titulización, bien sea directa o indirecta, poniendo de manifiesto el peligro que suponen trámites administrativos en ocasiones insalvables.

Como conclusiones podemos destacar que las concesiones deben ser un negocio razonable y autosuficiente y que es absolutamente necesario que todos los que invierten en el sector sean conscientes de la importancia que en el futuro tendrán los "ratings".

PALABRAS CLAVE: FINANCIACIÓN PRIVADA DE INFRAESTRUCTURAS, PROJECT FINANCE, TITULIZACIÓN, MERCADO DE CAPITALES, MÉTODO ALEMÁN

ABSTRACT: The present article provides an overview of the various current forms of private finance for infrastructures and describes the effect that the new Spanish Public Works Concessions Bill will have on the financing of the same. The article sets out by analyzing four basic methods of finance, these being: Project Finance, Securitization, Capital Markets and the German Method.

Particular emphasis is made on the growing importance of the credit rating of a debt associated with an infrastructure investment project. This credit rating implies that in the future there will be a far greater difference in the cost of funds for "good" infrastructures (from a financial point of view) and those that are not so good.

The article underlines the obligation that the public authorities have to reduce the global risk of the debt associated with infrastructures using directly adjustable fee mechanisms in the case where there are important variations between the real traffic employing the infrastructure and that which served as the basis for the awarding of the concession.

The author then considers the effect of both direct and indirect securitization and underlines the dangers imposed by bureaucracy on certain occasions.

The article concludes by stating that concessions should be considered as a reasonable and self-sufficient business and emphasizes the need for a full awareness of the future implications of credit rating by all those involved in investment in the sector.

KEYWORDS: PRIVATE FINANCING OF INFRASTRUCTURES, PROJECT FINANCE, SECURITIZATION, CAPITAL MARKET, GERMAN METHOD

AJUSTES EN EL MARCO LEGAL DE LAS CONCESIONES

El Plan de infraestructuras prevé 19 billones de inversión durante el período 2.000 -2.006.

Aproximadamente 3 billones deben ser aportados mediante financiación privada en cualquiera de sus modalidades:

- Project Finance
- Titulización Directa
- Titulización Indirecta
- Mercado de Capitales
- Pago aplazado (método Alemán)

El anteproyecto de Ley reguladora de la Concesión de Obras Públicas debe ser el marco donde se incluyan los elementos necesarios que hagan factible la absorción por parte del sistema Financiero de su cuota parte (APROX. 2,5 billones en tres años).

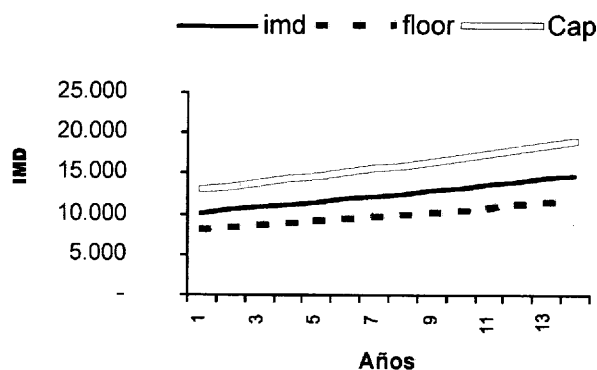
El marco Legal debe tener las condiciones necesarias que permitan la participación del sector financiero, pivotando sobre dos ejes principales:

- Riesgo acotado
- Adecuado Binomio "Rentabilidad/Riesgo"

El concesionario debe asumir el riesgo del negocio. No obstante, este riesgo debe estar lo suficientemente acotado para permitir la participación del sector financiero a precios competitivos para el sistema (no universalidad de la curva binomio rentabilidad/riesgo).

El gestor de la concesión no siempre controla el parámetro tráfico. Es más, son las administraciones públicas las responsables de la gestión global de "lo público" que impacta directamente en el uso de la infraestructura.

Los pliegos de cláusulas administrativas particulares deben ser contruidos bajo un criterio de homogeneidad e incluir una serie de condiciones mínimas:



- Mecanismos concretos que permitan activar la cláusula de reequilibrio del concesionario (efecto Túnel, no necesariamente simétrico)
- Revisión de las tarifas
- Rescate temporal de la concesión y sus implicaciones
- Posibilidad de otorgamiento de otras garantías al financiador (hipoteca de la concesión)

PROJECT FINANCE

El Project Finance ha sido el instrumento más utilizado durante los últimos años por la Comunidad Bancaria para financiar proyectos de infraestructura en régimen concesional.

Consiste básicamente en construir una estructura contractual mediante la cual es el propio negocio concesional el que hace frente al Servicio de la Deuda con los Cash-Flows generados por la infraestructura.

Los largos plazos de amortización de la financiación y la inmovilización de los Fondos propios de las entidades son los dos grandes inconvenientes a la hora de continuar utilizando esta herramienta de forma masiva.

El Rating se convierte en un factor muy importante para el sector financiero tras la nueva regulación de Basilea.

TITULIZACIÓN

Debemos encontrar nuevas fórmulas de financiación que vayan más allá del formato préstamo (fórmula prácticamente agotada) con objeto de no limitar el interés del sector financiero. Una de estas fórmulas es la titulización. Veamos como funciona.

El Banco financia a la Concesionaria mediante un préstamo con estructura de "Project Finance", esto es, sin recurso o con recurso limitado al accionista de la concesionaria.

El Banco tituliza dicha operación, normalmente junto con otras operaciones similares, a través de un CLO (Collateralised Loan Obligation).

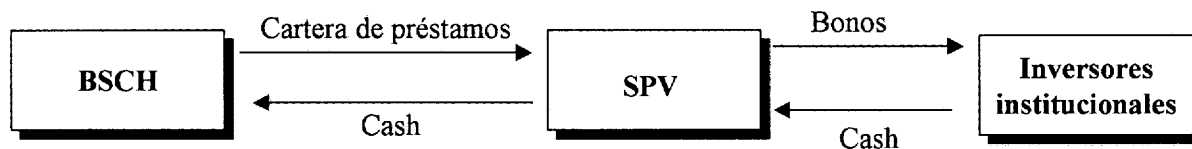
La entidad BSCH cede esta cartera irrevocablemente a un Fondo o sociedad ad-hoc que emite bonos o pagarés, que serán colocados entre inversores.

La entidad financiera BSCH retiene una parte o la totalidad del tramo que soporta las primeras pérdidas de la cartera.

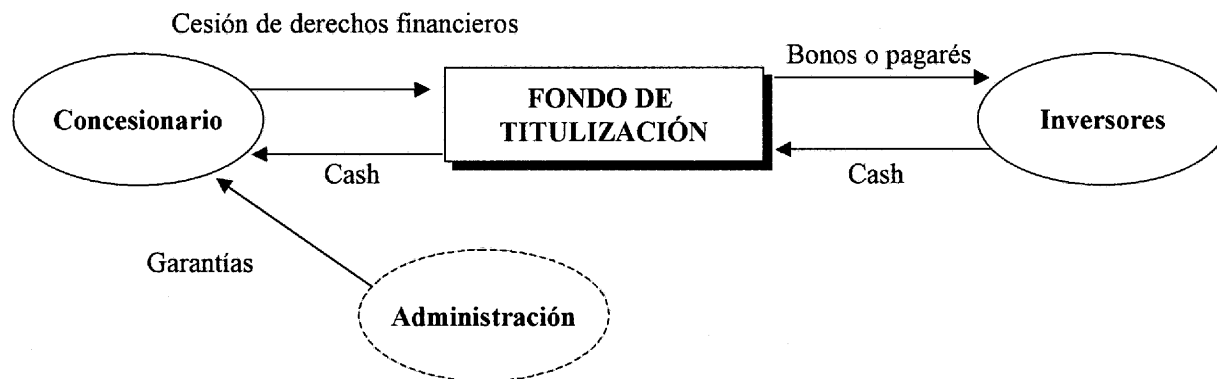
El Banco vende el riesgo irrevocablemente si bien, suele retener una parte del riesgo.

El anteproyecto de Ley reguladora de la Concesión de Obras Públicas, contempla en su artículo 39 que los derechos de crédito del concesionario, los derechos de cobro de tarifas, los ingresos de los elementos comerciales relacionados con la concesión y las aportaciones, que en su caso deba realizar la Administración, podrán incorporarse a fondos de titulización de activos.

TITULIZACIÓN INDIRECTA



TITULIZACIÓN DIRECTA



El proyecto contempla que dicha titulación se registrará por la "normativa específica que les corresponda" y creemos que la Ley de Titulación de mayo del 98, encaja estos activos entre los denominados ingresos futuros.

Estos ingresos futuros de acuerdo a la mencionada Ley, requieren una Orden Ministerial específica para ser autorizados excepto las autopistas de peaje.

Llamamos la atención al legislador para que no convierta la autorización en un trámite tan incómodo que se busque cualquier otra fórmula, que aunque menos conveniente, sea de más fácil y rápida aplicación.

En el primer caso estaríamos ante una titulación *indirecta* (se titula un préstamo), en el segundo, ante una titulación *directa* (se titulan derechos de cobro).

MODELO ECONÓMICO

Se fijan unos niveles mínimos y máximos de utilización. La Administración puede asegurar un nivel mínimo de utilización o asumir ciertos costes sobre el Plan Económico Financiero. Por encima de un nivel máximo podrían reducirse los cobros de usuarios o fijarse alguna deducción de ingresos.

El concesionario del sector privado asume la construcción, operación y mantenimiento. Normalmente el riesgo de construcción será asumido por un tercero.

Financiación a través del Fondo de Titulación en el mercado de bonos de largo plazo y alto rating. (AA, AAA). En la mayoría de los casos el bono deberá estar "wrapped" a través de una monoline insurance company que tomaría

típicamente el riesgo tráfico, pasajeros o facturación y en algunos casos el riesgo construcción, aunque este riesgo normalmente lo asumirán los bancos, avalando al constructor ante el proyecto.

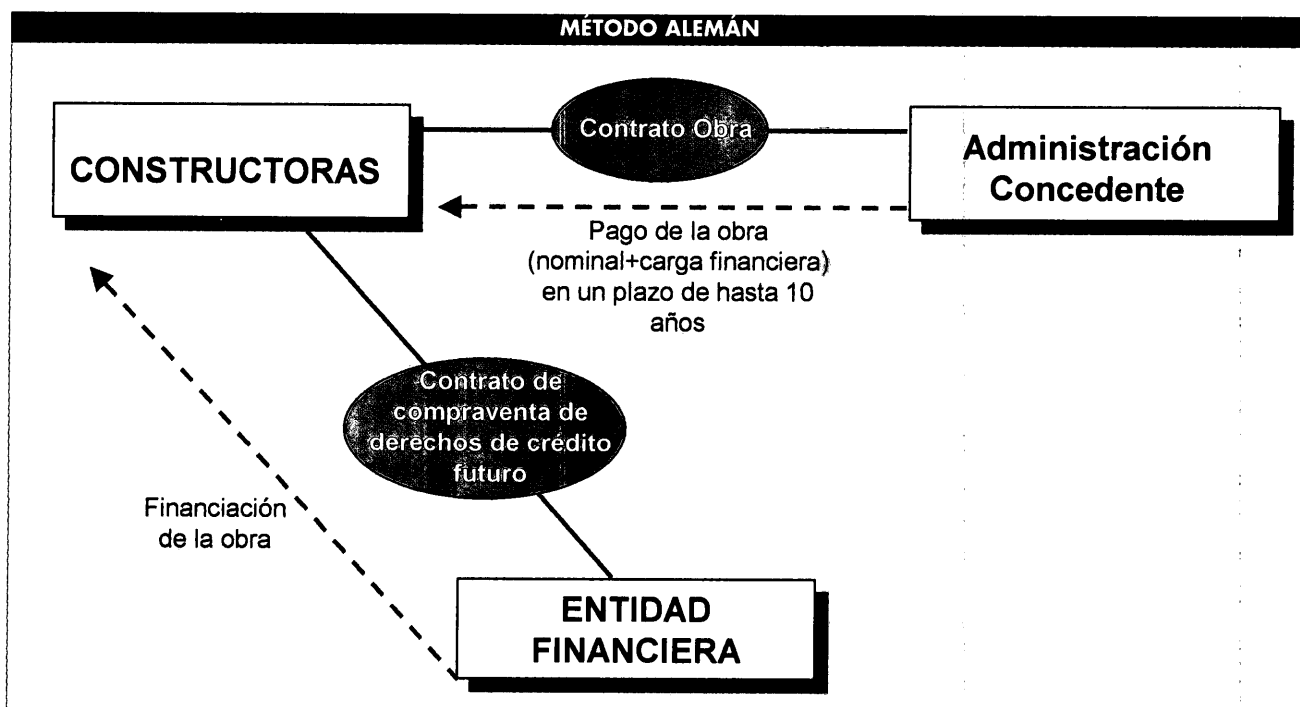
La emisión de Bonos por parte del concesionario en los mercados de capitales esta siendo utilizada de forma generalizada en otros mercados como UK, Canada, Portugal o Chile.

De nuevo el Rating es un factor decisivo a la hora de determinar el posibilismo de la emisión, de manera que por debajo de "investment grade" la estructura requiere mas horas de cocina (nuevos tramos con subordinación).

Hasta que este mercado no este mas desarrollado, es necesario contar con compañías Monolines al objeto de elevar la calidad crediticia al máximo nivel (AAA), lo que permite ampliar considerablemente el espectro de inversores interesados en adquirir los títulos.

La utilización del mercado de capitales amplia considerablemente la cifra de financiación que puede ser absorbida por el sistema debido principalmente a :

- Ampliar el abanico de inversores interesados en adquirir los títulos permite reducir sustancialmente (en ocasiones a cero) los Fondos Propios inmovilizados por las entidades aseguradoras. Los niveles de rentabilidad son mas elevados para las entidades y los costes son mas competitivos para el concesionario. El gran inconveniente radica en que las entidades Aseguradoras no están en disposición de asegurar la financiación en el momento de plantear la oferta (precio, rating, importe).



MÉTODO ALEMÁN

La Administración convoca concurso de obra bajo la modalidad de "abono total del precio", cuyo régimen jurídico, presupuestario y financiero está regulado por la Ley 13/96 y por el RD 704/97.

Mediante este método, tanto el valor nominal de la obra como su carga financiera son fijados en el momento de la adjudicación del concurso, con independencia del calendario real de la obra o la evolución futura del mercado financiero.

La administración concedente del concurso es el pagador, a partir de la recepción de la obra, de la totalidad de la infraestructura (nominal de obra+carga financiera), bien a la recepción de la obra o en un plazo de hasta 10 años.

La obra es a veces íntegramente financiada por la Entidad Financiera:

- En construcción, mediante un contrato de compraventa con la constructora de los derechos de crédito futuros que ésta última tiene frente a M^o de Fomento.

Después de construcción, la Entidad Financiera asume el plazo de financiación a la Administración concedente (hasta 10 años).

CONCLUSIONES

- Los proyectos deben tener lógica de negocio autosuficiente, y no compensarse con otros.
- La capacidad del sector financiero español de hacer frente al nuevo Plan va a depender de la participación de Los mercados financieros.
- El coste de capital de los Fondos Propios y de la financiación podría no estar bien calculado.
- Los "spread" se van a ampliar significativamente.
- Los Rating se van a empezar a solicitar de forma inevitable y la estructura de los pliegos debe tenerlo en cuenta a efectos de las garantías requeridas.
- La entidades financieras tendemos a aumentar la rotación de los activos, mediante titulizaciones indirectas.
- El BEI debería aceptar el aval de ciertas entidades financieras que hoy no tienen Rating suficiente.
- La administración en la ley debe potenciar las garantías necesarias (no necesariamente financieras) que posteriormente deben quedar reflejadas en los Pliegos de forma que su aplicación bajo determinados supuestos sea objetiva. ■