

# MECANISMOS DE FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS EN ESTADOS UNIDOS: UNA VISIÓN GLOBAL

## MECHANISMS FOR FINANCING INFRASTRUCTURES IN THE UNITED STATES: A GLOBAL VISION

ANTONIO TENA CENTENO. Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos  
Universidad Politécnica de Madrid. [atena@typsa.es](mailto:atena@typsa.es)

JOSÉ MANUEL VASSALLO MAGRO. Dr. Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos  
Universidad Politécnica de Madrid.

**RESUMEN:** La financiación de infraestructuras cobra de nuevo un protagonismo notable para la Administración estadounidense en estos comienzos del Siglo XXI. Se analizan aspectos legislativos y fiscales de los tres principales niveles administrativos existentes en EE.UU. en relación a la provisión de infraestructuras, así como los principales instrumentos de los que se valen dichos gobiernos para garantizar los niveles necesarios de inversión. El último bloque se centra en la desintermediación financiera y las distintas formas de financiación de infraestructuras mediante colocación de deuda en los mercados de capital norteamericano, con especial atención a la novedosa Regla 144A y su potencialidad para empresas extranjeras.

**PALABRAS CLAVE:** FINANCIACIÓN PÚBLICA, REGLA 144A, FINANCIACIÓN PRIVADA, DESINTERMEDIACIÓN FINANCIERA

**ABSTRACT:** The financing of infrastructures has once again taken on considerable importance for the US Administration at the present moment in time. The article considers the legal and tax aspects of the three main administrative departments in the USA for the provision of infrastructures together with the main instruments employed by the same to guarantee necessary investment levels. The article considers financial disintermediation and the different ways of financing infrastructures by debt placement on the US capital markets, with particular reference to the innovative 144A Rule and its potential for foreign companies.

**KEYWORDS:** PUBLIC FINANCING, RULE 144A, PRIVATE FINANCING, FINANCIAL DISINTERMEDIATION

### 1. PERSPECTIVA GENERAL

La financiación de infraestructuras se está convirtiendo en una cuestión básica en el marco de los Estados Unidos. Las crecientes necesidades de inversión en el sistema viario, sumado a la cada vez más palpable insuficiencia de fondos destinados a la misma ha llevado en años recientes a plantear una radical reconsideración de los postulados sostenidos durante los últimos ochenta años por la Administración estadounidense: tras décadas de oposición al sistema de peajes, la nueva legislación (1) anima a los distintos niveles de la Administración al empleo de capital privado y de ingresos provenientes de los usuarios a fin de allegar

los recursos necesarios para la financiación de infraestructuras de transporte.

Estas iniciativas dejan a las claras la preocupación por remediar el déficit de inversión existente, especialmente acuñante en los últimos veinte años. Como cifra significativa, la Federal Highway Administration llegó a cuantificar la necesidad adicional de inversión en unos 55.000 millones de dólares anuales.

A modo de ejemplo, el sistema viario en EE.UU. sufre de dos importantes males en la actualidad: un problema larvado de congestión en las grandes conurbaciones del país, y un deterioro galopante en las condiciones físicas de la red. Por lo que respecta al problema de la congestión de tráfico, a mediados de los años noventa se consideraba que más del 70% del sistema interestatal en entornos urbanos estaba sobrecargado durante periodos punta, con una clara ten-

(1) Principalmente con la aprobación en 1991 de la Intermodal Surface Transportation Act (ISTEA).



dencia al empeoramiento. Los problemas relacionados con la congestión eran especialmente acuciantes en la Costa Oeste, en ciudades como San Francisco, Los Ángeles o Seattle. En cuanto al segundo problema referido —el mal estado de la red— el 25% del sistema interestatal era calificado a mediados de los noventa como en “sólo correctas” o “pobres” condiciones. La situación es aún peor en el sistema de puentes, elevándose al 40% del total los “estructuralmente deficientes” o “funcionalmente obsoletos”.

Antes de explicar los principales modos de financiación, parece conveniente dar algunas ligeras pinceladas sobre la historia de la provisión de infraestructuras en los EE.UU. Las primeras vías de comunicación del país fueron desarrolladas por empresas privadas a través de peajes, siendo la primera la construida en 1792 para conectar Philadelphia con Lancaster. En el año 1800 las experiencias de peaje llegaban a 72, principalmente en los estados de Nueva York y Connecticut.

A pesar del ímpetu inicial de la iniciativa privada, hacia mediados del S.XIX y como consecuencia de la competencia de nuevas vías públicas e incluso del ferrocarril, la mayor parte del sistema privado de caminos de peaje quebró y revirtió a manos públicas. Por su parte, la primera mitad del Siglo XX se caracteriza, en cuanto a provisión de carreteras se refiere, por una financiación de tipo indirecto, principalmente a través de la afectación de parte del impuesto sobre el combustible. La primera legislación sobre financiación de carreteras se redactó en 1916, declarándose la misma incompatible con el sistema de peajes.

Durante el debate del programa de autopistas interestatales, algunos economistas como Milton Friedman propusieron un sistema nacional de peajes, pero dichas propuestas

fueron rechazadas por la oposición de poderosos “lobbies” formados por asociaciones del automóvil, asociaciones de transportistas, etc. A pesar de ello, las diversas administraciones eran libres de hacer uso del peaje por su propia cuenta. Así en la década de los cuarenta tuvo lugar una nueva ola de aplicación del peaje, encabezadas por la Pennsylvania Turnpike.

Finalmente, en la actualidad cinco son los Estados con una legislación más avanzada en lo referente a proyectos privados de peaje: Arizona, California, Florida, Texas y Virginia.

## 2. FINANCIACIÓN PÚBLICA

### 2.1. NIVEL FEDERAL

El sistema político norteamericano resta protagonismo a la acción del gobierno federal en la planificación y financiación de carreteras. Así pues, la principal competencia de la Administración de Washington es la red interestatal. El órgano especializado del que dispone se denomina Federal Highway Administration (en adelante FHWA). El montante del nivel federal se elevó en el año 2002 (último año con cifras publicadas) a 28.000 millones de US\$, el 21% de la financiación global de los tres niveles de Administración.

Los “Trust Funds”, que serán desarrollados en detalle al final de este apartado, son de lejos la principal fuente de ingresos que sostiene los programas federales de transporte. Los fondos de los que disponen los “Trust Funds” se dedican básicamente a dos conceptos: una cuantía para los programas federales de inversión en los principales proyectos de carreteras y una cuantía creada en 1983 para mejorar el transporte colectivo. La mayor parte de los ingresos de los “Trust Funds” se derivan de impuestos sobre combustibles, proviniendo el resto de impuestos indirectos por el uso de vehículos pesados, neumáticos de camiones, y de un impuesto sobre la venta de camiones nuevos.

La Transportation Equity Act (TEA-21) para el periodo 1997-2003 supuso un considerable aumento de los gastos e ingresos federales en carreteras, significativamente por encima de los 20.000 millones de dólares fijados al final del periodo en vigor de la Intermodal Surface Transportation Efficiency Act (ISTEA) de 1991 para el ejercicio económico de 1997. Asimismo, está previsto aumentar adicionalmente los recursos federales de inversión mediante algunas innovaciones en las fuentes de financiación de infraestructuras.

Por otra parte, el Highway Trust Fund (en adelante HTF) es el fondo de provisión para la financiación del Programa Federal de Carreteras (FAHP). Su uso proporciona dos beneficios directos al programa de carreteras: en primer lugar, permite al programa operar a través del Budget Act de 1974, y, en segundo lugar, proporciona nuevas oportuni-

des de ingresos (bajo la forma de asignaciones presupuestarias).

Antes de 1956, el año en que las autorizaciones al Sistema Interestatal aumentaron considerablemente, el HTF no existía. Los fondos en efectivo para liquidar las obligaciones previamente contraídas por el FAHP procedían de los Fondos Generales del Tesoro, quedando la responsabilidad presupuestaria en manos de la administración contratante de la inversión. Aunque los impuestos sobre combustibles y automóviles ya existían, no estaban ligados a la financiación de carreteras. Durante este tiempo, la financiación de los programas de carreteras y los ingresos por automóviles y productos relacionados estaban incluidos bajo el principio de financiación pública de «gaste donde deba, y obtenga el dinero de donde pueda».

La Federal Act de 1956 estableció el HTF como un mecanismo para financiar un programa acelerado de inversión en carreteras, aumentándose parte de los impuestos existentes sobre los usuarios, estableciéndose otros nuevos, y acordándose que la mayor parte de éstos fueran destinados al HTF. De este modo se aumentó también la aceptabilidad política de los aumentos en las cargas impositivas para financiar el programa más grande de carreteras hasta la fecha. La imposición de impuestos dedicados al HTF, la autoridad para adicionar estos impuestos y para gastar fondos desde el HTF tienen fechas de vencimiento que deben extenderse periódicamente.

El HTF se creó como un fondo sostenido por las cargas sobre los usuarios. Sencillamente, las rentas del HTF se pensaron para financiar carreteras, con los impuestos pagados por los usuarios de las mismas. Este principio aún rige, pero la estructura impositiva ha cambiado desde 1956. Las principales revisiones consistieron en la inclusión de fondos para el transporte colectivo o el empleo de fondos para la lucha contra el déficit público.

La mayor parte de los impuestos indirectos destinados al HTF no son recaudados por el gobierno federal directamente del consumidor. Son, en vez de eso, pagados al Servicio Interno de Ingresos por el productor o el importador del producto imponible, salvo alguna excepción. Como resultado, la mayor parte de los impuestos federales sobre el combustible procede de un pequeño número de Estados, donde las compañías petroleras principales tienen su sede. Los impuestos sobre los usuarios se depositan en los Fondos Generales del Tesoro y las cantidades equivalentes a estos impuestos se transfieren entonces al HTF.

Con el fin de solventar el hecho de que los usuarios de la carretera en algunos Estados pagan más en impuestos ligados a la carretera de lo que sus Estados reciben en compensación, el TEA-21 incluyó una provisión, llamada Garantía Mínima, que distribuye fondos adicionales a los Estados con el fin de compensar la recaudación-asignación por Estado.



## 2.2. NIVEL ESTATAL

Por lo que respecta al nivel estatal, los Estados en su conjunto aportan la mayor parte de los ingresos para carreteras y ejecutan el mayor porcentaje de gastos. A modo de ejemplo, el presupuesto del conjunto de los estados para la financiación de sus redes estatales se situó en el entorno de los 68.000 millones de US\$ en el año 2002, el 51% de la financiación global de los tres niveles de Administración. Dicha cantidad incluye los fondos que se transfieren del Gobierno Federal a los Estados.

La publicación de la FHWA "Highway Taxes and Fees" proporciona anualmente un análisis muy detallado de la financiación y el gasto en carreteras por cada Estado (2). Las fuentes de ingresos más importantes para financiar los programas de carreteras provienen básicamente de recursos procedentes de los usuarios a través de impuestos sobre el combustible, impuestos sobre el automóvil y peajes. Cada Estado impone su impuesto sobre el combustible. El rango de los impuestos iba, en el año 1998, desde los 7.5 centavos por galón a los 32 centavos por galón en la gasolina y de 7.5 centavos por galón a 30.5 centavos por galón en el combustible diesel (3). Los impuestos sobre la propiedad inmobiliaria, las asignaciones presupuestarias de los Fondos Generales, y otros impuestos y tasas son las otras fuentes de ingresos para carreteras.

Además de programas de inversión, los Estados son responsables de la conservación y mantenimiento de sus carreteras en condiciones adecuadas, y de proporcionar otros servicios (operaciones de control de tráfico, la eliminación de nieve y hielo, etc.). En 1997, el gasto total estatal de conservación y explotación ascendió a 11.300 millones de US\$.

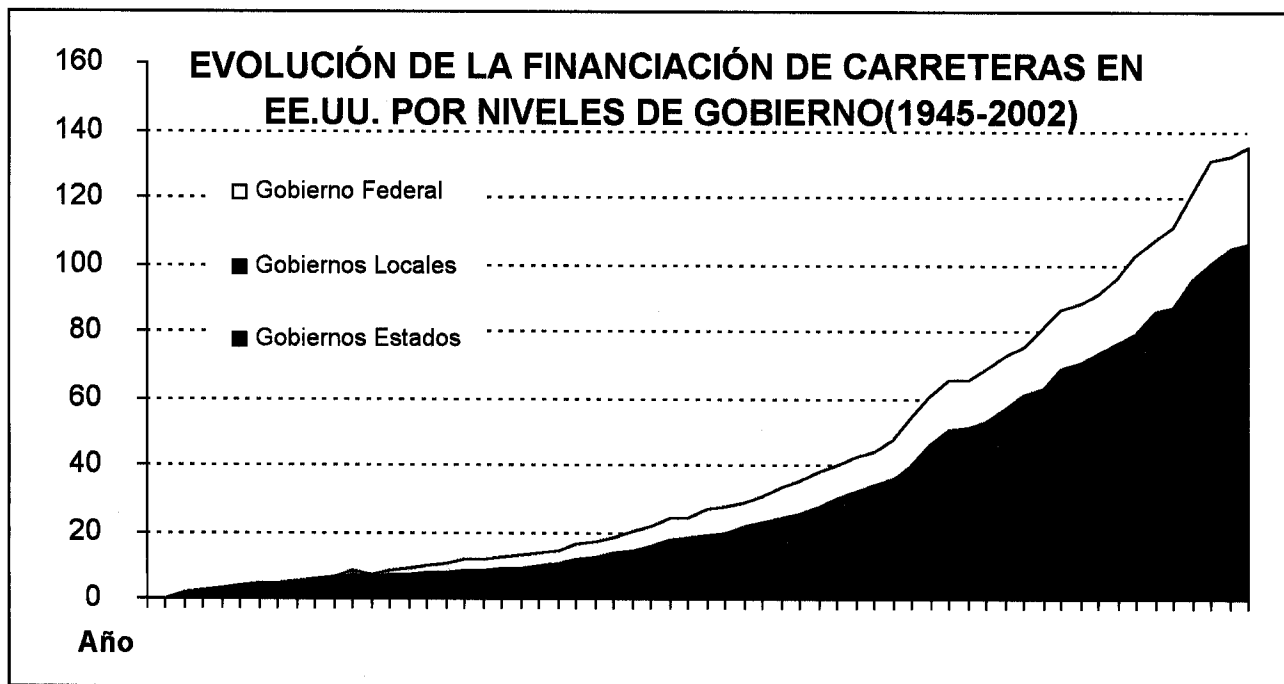
## 2.3. NIVEL MUNICIPAL

Las administraciones municipales juegan igualmente un papel significativo en los programas de financiación de carreteras, siendo la conservación su gasto más importante. En total los presupuestos de financiación de carreteras se encontraban en el entorno de los 38.000 millones de US\$ en 2002, el 28% de la financiación global de los tres niveles de Administración.

La mayoría de los ingresos locales para financiación de carreteras proceden de asignaciones presupuestarias de Fondos Generales, que en 1996 alcanzaron los 11.100 millones de dólares, y de transferencias de sus respectivos Estado y del Gobiernos Federal, que proporcionaron 11.900 millones. A diferencia de los gobiernos estatales y federal, las cargas

(2) Esta información igualmente actualizada puede ser consultada a través de las publicaciones de la OHPI, también disponible vía Internet.

(3) El nivel de impuestos actualizado por Estados sobre cada combustible puede ser consultado en el "Monthly Motor Fuel Reported by State" de la OHPI, información disponible también vía Internet.

Fig. 1. Fuente  
Highways  
Statistics  
FHWA.

sobre los usuarios, 2.200 millones en 1996, constituyen una parte relativamente secundaria de los ingresos locales. Otras fuentes de ingresos para las administraciones municipales incluyen los impuestos sobre la propiedad inmobiliaria que alcanzaron un montante de 5.100 millones en 1996, emisiones de bonos por 2.900 millones de dólares, y otros impuestos por valor de 5.500 millones.

En las figuras 1 y 2 se indica el distinto peso de cada nivel de gobierno en la financiación global.

#### 2.4. BONOS SOBRE INGRESOS

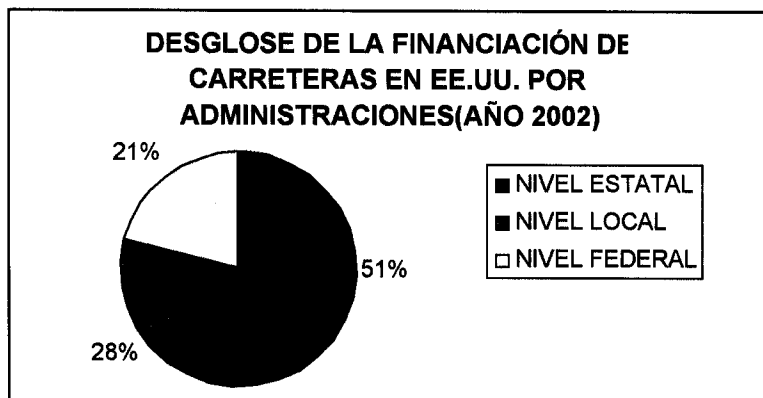
Como instrumento de financiación pública de infraestructuras en EE.UU. puede mencionarse los bonos sobre ingresos ("revenue bonds"), empleados exclusivamente en aquellos proyectos de infraestructuras que generen ingresos

a través de su explotación, ya sea ésta directamente a cargo de la Administración, o bien indirecta.

Son asegurados y reembolsados a través de una tasa sobre el usuario o impuesto particular en vez de la plena garantía a través de la condición "full faith and credit" (compromiso total de cobertura), respaldados por toda la capacidad impositiva de la administración. Así los bonos emitidos por una ciudad para financiar las mejoras de su red de transportes tienen como fuente de devolución el soporte de los ingresos obtenidos de las tasas por uso de la infraestructura, e incluso el gravamen de los impuestos sobre los combustibles.

Los bonos sobre ingresos tienen su origen en el desarrollo, a fines del S.XIX y durante el inicio del S.XX, de sistemas de alumbrado, abastecimiento y saneamiento en las ciudades. Posteriormente, su empleo se extendió para financiar una gran variedad de servicios municipales (por ejemplo, los aeropuertos, autopistas de peaje y otro tipo de infraestructuras, siempre en el esquema competencial de EE.UU.) que tienen la capacidad natural de generar ingresos.

En una financiación por bonos sobre ingresos, los inversores ponen su atención en la fuente seleccionada para la devolución, estructurando la financiación para protegerse por consiguiente contra el riesgo de deterioro de dicha fuente de renta. En consecuencia, las rentas generadas por la infraestructura son dedicadas a la devolución de los bonos sobre ingresos, debiendo los emisores de los mismos detraer a los flujos generados únicamente los gastos de operación y mantenimiento.

Fig. 2. Fuente  
Highways  
Statistics  
FHWA.

Los contratos de emisión incluyen salvaguardias legales para proteger a los inversores, como es el caso del establecimiento de ratios de cobertura del servicio de la deuda, la creación y provisión de fondos de reserva para el servicio de la deuda y fondos de mantenimiento y reparación de la infraestructura, compromisos de la administración municipal emisora y el derecho de los poseedores de bonos para requerir al emisor que recurra a expertos y a especialistas para ayudar y aconsejar en la gestión de la infraestructura si no se logran las coberturas de la deuda planeadas.

Existe una viva polémica sobre los bonos libres de impuestos, los denominados "Tax-Free Bonds", que aunque exceda el contenido de este artículo sí que debe señalarse. Muchas de estas emisiones, que nacen teóricamente con el objeto de financiar infraestructuras, terminan sirviendo como fuente de financiación de los más variopintos proyectos.

Hay que hacer notar que según opiniones manifestadas por expertos como Standard & Poor's, los bonos sobre ingresos son en sí más seguros para los inversores que las estructuras de project finance diseñadas en la actualidad para proyectos comparables, principalmente a causa de la posibilidad que las administraciones públicas tienen de ajustar las tarifas para acomodarse al cambio de circunstancias que pudiera darse. Aunque este planteamiento hace que los títulos tengan un respaldo más sólido, no queda claro si el sistema de incentivos derivado de una estructura tarifaria flexible es más eficiente desde el punto de vista económico que una estructura tipo project finance con precios máximos regulados.

### 3. FINANCIACIÓN PRIVADA Y DESINTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN EE.UU.

Tras estudiar algunas de las diferentes fuentes de financiación pública empleadas en los Estados Unidos para la construcción y el mantenimiento de infraestructuras, este capítulo va a ahondar en los instrumentos de financiación privada más comúnmente empleados en este país.

Para centrar el peso relativo de la financiación privada de carreteras en EE.UU., a continuación se presenta un gráfico comparativo con la inversión privada acumulada en los principales países desde 1985 a 2003. (Fig. 3).

Del análisis de la figura 3 puede desprenderse que Estados Unidos, aún representando en términos absolutos una apreciable inversión privada, está lejos en términos relativos de países como España en cuanto a las experiencias de financiación privada.

Muchas pueden ser las razones para apuntar esta relativamente escasa financiación privada de carreteras en EE.UU. Los expertos apuntan en primer lugar al hecho de que Estados Unidos carece de las limitaciones presupuesta-

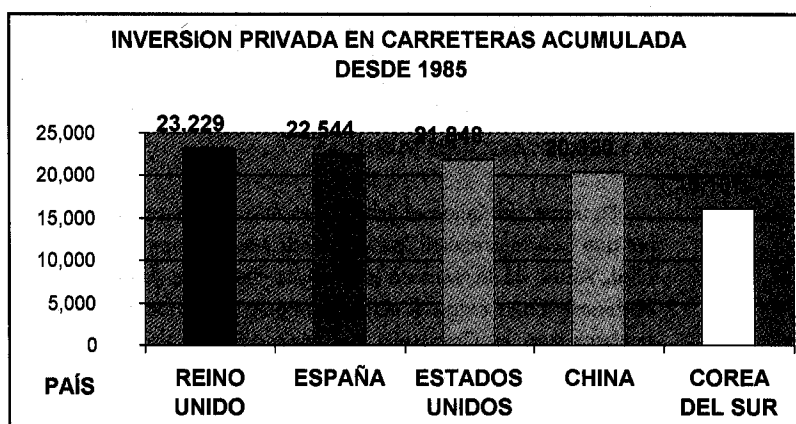


Fig. 3. Fuente Public Works Financing.

rias existentes en el seno de la Unión Europea o en los países emergentes asiáticos. La mayor posibilidad de recurso directo vía presupuestos hace menos necesaria la presencia de iniciativa privada.

Otra de las razones que apuntan a esta discreta presencia de la financiación privada puede verse como consecuencia de la especial idiosincrasia estadounidense, con su particular defensa del liberalismo y la defensa de los derechos individuales. Este hecho tiene una consecuencia directa en su sistema legal, pues en lo relativo a la ejecución de infraestructuras carece de una Ley de Expropiación Forzosa expeditiva, con los problemas de ocupación que esto conlleva en toda nueva infraestructura.

Es por ello que la importancia de la financiación privada de carreteras en EE.UU. debe relativizarse, si bien es cierto que sí ha adquirido mayor relevancia en otros campos tales como los ferrocarriles o las obras hidráulicas.

Por lo que respecta a la desintermediación financiera, a diferencia de lo que ocurre en muchos países europeos —entre ellos España—, las entidades de crédito tienen un peso relativamente pequeño en la canalización del ahorro privado, concentrándose el mismo básicamente en manos de inversores institucionales como fondos de pensiones y compañías de seguros. Esto ha llevado a que, con frecuencia, la puesta en común entre el ahorro y la inversión en infraestructuras en este país se haya producido sin la intervención de entidades de crédito.

Las dos razones principales que justifican la existencia de intermediación financiera en la puesta en contacto de ahorradores e inversores son, por una parte, los elevados costes de transacción de dichas operaciones y, por otra, los problemas de información asimétrica (riesgo moral y selección adversa) derivados de la dificultad que tienen los ahorradores de conocer de modo sencillo la solvencia de los inversores. No obstante, estos problemas se están reduciendo hoy en día debido a la existencia de mercados organizados y al incremento de información derivado de la actividad de las agencias calificadoras. Este hecho, unido a las ventajas que de por sí presenta la financiación desintermediada, co-

mo es la posibilidad de lograr plazos de la deuda mayores, ha llevado a que se aprecie un incremento en los últimos años en la financiación de infraestructuras.

### 3.1. COLOCACIONES PÚBLICAS

La venta de títulos al público es una de las opciones a las que pueden recurrir las empresas para aumentar su capital. Antes de la emisión de nuevos títulos, la legislación norteamericana exige el establecimiento de un acuerdo de registro con la Comisión del Mercado de Valores de EE.UU., denominada Securities and Exchange Commission (SEC). La empresa emisora debe hacer público su acuerdo de registro mediante un prospecto denominado coloquialmente "red herring" que condensa las cláusulas acordadas. Toda la información básica sobre la nueva oferta está contenida en él, incluido el número de participaciones ofrecido y el modo de distribución de las mismas. En el momento de la emisión se presenta un prospecto definitivo en el que además se fija el precio de la oferta. Se trata de un documento legal que explica todos los datos financieros de relieve: precio de oferta, opiniones legales sobre la emisión, historia de la compañía, costes asociados a la inversión, equipo gestor, etc.

En este complicado proceso la empresa necesita de una institución financiera que le ayude en la venta. La SEC obliga a ésta a investigar las características de la empresa emisora, especialmente los aspectos auditores, situaciones financieras y equipo directivo; es el proceso denominado "due diligence", uno de los resortes con el fin de evitar opacidades y preservar los derechos de los futuros accionistas.

La decisión de ejecutar una emisión pública es una decisión de mucha importancia y que requiere la consideración de muchos factores para estimar su mayor o menor idoneidad. Entre éstos debe considerarse el desarrollo histórico de la compañía, las perspectivas futuras de la misma o un factor a veces olvidado, la personalidad del equipo directivo, su filosofía de empresa en definitiva. Entre las ventajas de una colocación pública, tanto para el emisor como para el inversor, pueden citarse:

- Bajo coste de capital en relación a formas más tradicionales de financiación, como el crédito bancario.
- Un incremento de la liquidez para sus inversores
- Fácil acceso al mercado de capital para un continuado ritmo de crecimiento de la empresa
- Mejora las posibilidades de operaciones de financiación en el futuro
- Mejora las posibilidades de expansión de la empresa
- Mejora la imagen de la compañía, al atraer de forma significativa a la prensa financiera generando una publicidad gratuita

Paralelamente, una serie de factores pueden desaconsejar completamente la opción de una emisión pública, y debe reseñarse que algunos de ellos son inherentes al sector de las infraestructuras.

La principal se deriva de los elevados costes que este tipo de emisiones conlleva. Las distintas tasas de emisión, que en buena parte deben abonarse en el momento del cierre del acuerdo, pueden suponer de media entre un 6 y un 10% del volumen emitido. Adicionalmente, la empresa se encuentra sujeta a informes financieros anuales y trimestrales impuestos por la SEC, así como la implantación de complicados sistemas de auditoría, incrementando de esta forma dicho coste.

Las desventajas de una emisión pública no se detienen en los costes económicos. Un factor tan importante como el tiempo no es desdeñable. El estudio del alto volumen de información que las distintas partes deben cruzarse, los largos periodos de negociaciones para el cierre de los acuerdos legales etc., hacen este proceso extraordinariamente lento, con el coste de oportunidad que esta situación acarrea.

Adicionalmente la emisión pública supone una relativa pérdida de "intimidad" para la empresa. La distribución a los futuros inversores de datos tales como las potencialidades, las debilidades y la planificación afectan a la confidencialidad, pues la información se encontrará a completa disposición de la competencia, clientes, proveedores etc. Finalmente se produce una pérdida en el control de la propia compañía, pudiendo generar cambios en el equipo directivo en función de las posibles distintas alianzas de accionistas que puedan surgir.

### 3.2. COLOCACIONES PRIVADAS

La mejor definición posible para una colocación privada no es otra que la venta de títulos que no se ajusta a una colocación pública y que por tanto no requiere el registro bajo las condiciones estatales y federales de la SEC. Cualquier exención de estos requisitos convierte por tanto la emisión en privada. Generalmente esta omisión de requisitos evita la preparación de un memorando que describa la compañía y los riesgos de invertir en ella. A veces la exención permite la venta de un número limitado de títulos a inversores institucionales sin necesidad de un memorando de oferta.

Las colocaciones privadas han jugado también un papel importante en la financiación de infraestructuras, pero llegados a este punto debe señalarse la deslocalización que existe entre los mercados financieros y la ubicación de proyectos de infraestructuras, esto es, numerosos países acuden a estos mercados norteamericanos para financiar proyectos en sus respectivos países, siendo mayor el volumen de proyectos ubicados en el extranjero que los propiamente desarrollados en los Estados Unidos.



Este tipo de colocaciones reducen la complejidad de las transacciones. El ahorro en tiempo y dinero de este procedimiento es evidente. Pero una empresa que recurra a esta vía no debiera renunciar al asesoramiento de una institución financiera de reconocido prestigio.

La necesidad de vigilancia y de recabar información sobre la otra parte es mutua, tanto por parte del emisor como por parte del inversor.

La legislación aplicable a las colocaciones privadas comunes contiene en ocasiones cláusulas de difícil compromiso para las empresas, especialmente en la Sección 4(2) de la Securities Act. Por este motivo, la SEC y las distintas comisiones estatales diseñaron una serie de exenciones con el objetivo de facilitar en parte las dificultades en la emisión. Estas exenciones se denominan "safe harbor", pudiéndose aplicar en función del volumen de la emisión, la ubicación de la empresa emisora o el número de inversores acreditados.

La financiación de proyectos es un elemento clave en el enorme crecimiento reciente experimentado por el mercado privado de colocaciones, recordando la matización anterior sobre deslocalización de las inversiones. Sin embargo, las compañías de seguros (los compradores más activos de este mercado) han aumentado en los últimos tiempos los requisitos principales para la suscripción de operaciones, lo que supone un demostrable incremento de la «demanda de calidad» en este mercado que ha hecho mucho más costoso obtener financiación para un proyecto que no goce de un reputado respaldo.

Las compañías aseguradoras en los Estados Unidos se encuentran agrupadas en la National Association of Insurance Commissioners (NAIC), que dispone de un sistema propio de calificación de la calidad crediticia de una emisión. Una explicación del sistema de calificación de la NAIC estaría fuera del alcance de este artículo, pero al menos puede señalarse que la calificación umbral por debajo de la cual resulta altamente difícil encontrar financiación parece estar en NAIC 2 (el equivalente de la calificación de S&P «BBB»), a partir de la cual hay significativamente menos inversores disponibles.

### 3.3. REGLA 144A

Aproximadamente 4 billones de dólares de los mercados de capital de EE.UU. comprenden activos de pensiones públicas y corporativas, que buscan generalmente inversiones de alta calidad y a largo plazo. Los mercados de capital de EE.UU. son por lo tanto naturalmente atractivos para proyectos de infraestructuras que buscan este tipo de financiación a largo plazo. Por tanto, se trata de un mercado norteamericano donde encuentran financiación infraestructuras mayoritariamente localizadas en el extranjero, no debiendo por tanto confundirse la importancia de la 144A con el peso discreto de la financiación privada dentro del país.

La atracción que producen los mercados de capital de EE.UU. para financiar infraestructuras ha aumentado considerablemente por la adopción, en 1990, por la Comisión de Valores y Cambio (la «SEC») la Regla 144A bajo la Securities

Act de 1933. El crecimiento de este mercado puede calificarse de espectacular, pasando de un volumen de emisión de 3.390 millones de dólares tras su nacimiento en 1990 a 235.170 millones de dólares en 1998, lo que supone cerca del 90% del mercado de bonos de alto rendimiento. De hecho, la inmensa mayoría de las emisiones de bonos para financiar proyectos de infraestructuras en países emergentes tiene lugar en el mercado de capital norteamericano bajo la Regla 144A. Tampoco debe confundirse la naturaleza de la 144A que no se ciñe exclusivamente a las infraestructuras, sino que está abierta a la más extensa variedad de financiación de proyectos.

La regla 144A estableció una exención no exclusiva de los requisitos de registro de la Securities Act para recolocaciones por inversionistas a instituciones elegibles, sujetas a ciertas limitaciones. De este modo, ha generado gran liquidez en el mercado secundario, haciendo el mercado de emisión privado de los Estados Unidos más atractivo para los emisores extranjeros, inclusive los que ofrecen valores de deuda para financiación de proyectos de infraestructuras. De hecho, en el año 2000, la deuda extranjera representaba ya el 35% del mercado de la 144A.

Las entidades a las que la orden 144A proporciona una mayor facilidad para la reventa de ciertos valores se denominan «compradores institucionales cualificados» (en adelante QIBs). Un «QIB» puede definirse como una institución, de diversa índole (compañía aseguradora, compañía inversora registrada o fondo de pensiones), que actuando en su propio nombre o en nombre de otro «QIB» posee o invierte como montante global al menos 100 millones de dólares en títulos de compañías, incluyendo los títulos emitidos o garantizados por el gobierno de Estados Unidos.

En una colocación según la Orden 144A, un emisor vende, como en una colocación privada tradicional (con exención de los requisitos de registro), sus valores a una o a más firmas de banca de inversión que después revenden, de acuerdo a la Orden 144A, los valores a un mayor número de «QIBs». Desde el punto de vista del emisor, la manera en que se rigen las colocaciones –según la Orden 144– es muy semejante a las ofertas públicas tradicionales, especialmente aquellas en que los valores son ofrecidos por la banca de inversión a inversores potenciales sobre la base del acuerdo denominado en terminología financiera como «take or leave it», «lo toma o lo deja». En vez de la negociación directa con los inversores, los emisores se fían de la percepción del banco de la «mercabilidad» de los valores del emisor.

Una venta de acuerdo con la Orden 144A debe reunir tres criterios básicos:

- (1) Los valores se deben ofrecer y deben ser vendidos sólo a «QIBs».
- (2) Los valores a la emisión no deben estar registrados en un mercado de valores de EE.UU. o computados en un sis-

tema automatizado de negociación (tales como el NASDAQ).

- (3) El vendedor y el futuro comprador deben tener derecho a obtener cierta información acerca del emisor si tal información no está públicamente disponible.

Para los inversores, el hecho de encontrarse con una menor información sobre las características de la emisión les hace demandar mayores rentabilidades, lo que lleva a que los tipos de interés de dichos títulos sea superior a los ofrecidos en los mercados de colocación pública antes analizados.

Antes de la adopción de la regla 144A, los valores colocados privadamente estaban sometidos a restricciones significativas de reventa, lo que afectaba decisivamente a la liquidez de dichas emisiones. Por consiguiente, la adopción de la regla 144A ha incrementado considerablemente la liquidez de los mercados privados de capital en los EE.UU.

Desde 1990, en respuesta a la adopción de la Orden 144A, un gran número de compañías extranjeras y norteamericanas han emitido valores en el mercado privado de colocación de los EE.UU., desarrollándose un mercado secundario de gran liquidez. La creación de este mercado y el apetito creciente de los inversores institucionales de EE.UU. por valores de altos rendimientos, que incluyen los emitidos por emisores de los sectores privado o público en mercados emergentes, ha hecho posible estructurar para los proyectos de infraestructuras una financiación en los mercados de capital centrada en el de colocación privada.

La financiación de infraestructuras mediante la Orden 144A parece ofrecer una combinación ideal entre dos escenarios muy diferentes entre sí, ya que permite, por una parte, el acceso al segmento más profundo de los mercados de capital de EE.UU. (a causa de su liquidez y la calidad requerida del crédito mínimo) y facilita, por otra, la disponibilidad de capital a largo plazo y deuda fija. El segundo es especialmente importante para proyectos de infraestructura ya que cuanto mayor sea el plazo de la deuda mayor será la capacidad de endeudamiento del proyecto y, por consiguiente, menor será su coste financiero. Por esta razón, las inversiones en infraestructuras con largos períodos de maduración salen ganando con este tipo de financiación. Los plazos negociados en este mercado exceden los quince años, condiciones por tanto muy positivas para proyectos de infraestructuras. A pesar de ellos, las emisiones de títulos que se llevan a cabo en este mercado requieren generalmente superar el umbral del «investment grade», lo que restringe su aplicación a proyectos con niveles de riesgo controlados.

Hasta aquí se han presentado todas las características del mercado 144A que mejor se amoldan a las exigencias de financiación de un proyecto de infraestructuras. No obstante, otros factores han de considerarse en conciencia antes de tomar la decisión de desembarcar en el mercado estadounidense de capitales.



No debe olvidarse que la casi totalidad de las emisiones en estos mercados son realizadas tomando como divisa de referencia el dólar. Este hecho es de especial relevancia para proyectos de infraestructuras en países emergentes que buscan financiación. Si se trata de proyectos que generan unos flujos de caja en moneda local, el peligro de una revalorización del dólar puede suponer un encarecimiento asfixiante de la deuda. El remedio a esta hipótesis, un seguro de riesgo cambiario que proteja al emisor de una variación negativa en el tipo de cambio de la divisa denominada, tiene por regla general unos costes elevados que pueden hacer desaconsejable esta vía de financiación. Esta circunstancia es perfectamente salvable en proyectos que generan flujos de caja en dólares, tal es el caso de la gestión de aeropuertos o terminales portuarias de contenedores.

#### 4. CONCLUSIONES

En adelante se plantean algunas conclusiones como consecuencia de lo estudiado en este artículo:

- Al igual que en otros muchos países desarrollados, la financiación de las infraestructuras cobra cada vez mayor importancia en Estados Unidos. A las importantes necesidades de inversión en nueva construcción hay que añadir las crecientes necesidades de conservación derivadas del crecimiento experimentado durante años del patrimonio de infraestructuras.
- A diferencia de muchos países europeos, en donde prima el principio presupuestario de "caja única", que impide la afectación de los impuestos específicos generados por las infraestructuras; en Estados Unidos, se destina una gran parte de los impuestos generados por las infraestructuras, a través de la creación de los Trust Funds, para financiar su construcción y mantenimiento.

- En contraposición a las administraciones públicas europeas, en las que su capacidad de endeudamiento viene limitado por objetivos básicamente presupuestarios; en Estados Unidos una administración pública puede financiar un proyecto con la emisión de deuda garantizada por las tarifas establecidas por ella, derivadas de la explotación del servicio para el que el proyecto ha sido realizado. Los títulos emitidos con base en este sistema reciben el nombre de revenue bonds.

- La financiación privada de infraestructuras en los Estados Unidos se fundamenta, a diferencia de lo que ocurre en España y en gran parte de Europa, en un sistema basado en la desintermediación financiera —consistente en la emisión de títulos bien en mercados organizados o bien privadamente. Este hecho se ha debido tanto al importante desarrollo que ha tenido el mercado de capitales en los Estados Unidos, como al papel preponderante que han tenido los inversores institucionales (compañías de seguros y fondos de pensiones) en la canalización del ahorro en este país.

- La financiación privada de infraestructuras en Estados Unidos se encuentra hoy en día a un nivel discreto en comparación con países del entorno europeo o asiático, fundamentalmente debido a la mayor disponibilidad de recursos públicos y a su peculiar sistema legal.

- Dentro de las modalidades de emisión de deuda privada para la financiación de infraestructuras destaca la existencia de un mercado de capital específico, frecuentemente utilizado, apoyado en la regla 144A de la Securities Act, que establece una exención de registro que facilita la reventa de valores emitidos mediante colocaciones privadas entre "compradores institucionales cualificados". Este mercado ha servido para potenciar la canalización del ahorro de los inversores institucionales a la financiación de infraestructuras.

- La existencia de este mercado es mayoritariamente aprovechada para la financiación de infraestructuras en terceros países, que acuden a los mercados norteamericanos de capital atraídos por las mejores condiciones ofrecidas por éstos. ■

#### REFERENCIAS

—Ameritrade Encyclopedia of Finance, 1999.  
 —ANDREU, J.M. (2000). "Sobre los fundamentos del dinero y de la banca". Dykinson, Madrid.  
 —BOURKE, P. (2001). "Rule 144A Bonds: A growing presence in the bond market". Seix Investment Advisors, 2001.  
 —BREALEY, R.A.—MYERS, S.C. (2001). "Principles of Corporate Finance". McGraw Hill. Madrid pg 490-506.  
 —Federal Highways Administration (2003). "Highways Statistics".

—FORRESTER, J.P.—TILLET, R. (1996). "Debt Finance for Infrastructure Projects". The Financier, Febrero 1996.  
 —GUTIÉRREZ DE VERA F. (2003). "Mecanismos de financiación de infraestructuras", IV Congreso Nacional de Ingeniería Civil.  
 —HOWARD, T. (1999). "Highway Finance Information: A Key 21st Century Transportation Decision-Making Tool". Public Roads (Office of Research and Development, U.S. Federal Highway Administration) vol.63, nº3.  
 —IZQUIERDO, R. (1997). "Gestión y financiación de infraestructuras de transporte terrestre". AEC, Madrid.

—JOHNSON, G. (2000). "Considerations For Cross-Border Bond Issuers". Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 13, nº 3, Pgs. 80-91.  
 —POOLE, R.W. (1992). "Private tollways: How States can leverage federal highway funds". Policy Insight No. 136, February 1992, Reason Foundation.  
 —Public Works Financing, Octubre 2003.  
 —WILLIAMS, G.—HOWARD, T. (1994). "Highway Finance: Past, Present, and Future". Public Roads (Office of Research and Development, U.S. Federal Highway Administration) v.58, nº1 pg 13-17.