

La génesis de esta tesis doctoral se remonta al año 1998, cuando con la promulgación del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización, se autoriza definitivamente en España la titulización de activos no hipotecarios.

Hasta la aparición de dicho Real Decreto, en España sólo estaba regulada la titulización hipotecaria; por lo que era éste el único tipo de titulización que se había realizado, a excepción de la vinculada a la Moratoria Nuclear. El mercado parecía esperar con impaciencia que la regulación de la titulización se flexibilizara y fuera comparable, si no a países pioneros como Estados Unidos o el Reino Unido con larga tradición y experiencia en la titulización de una amplia diversidad de activos; sí a países como Francia donde en 1997 ya se había autorizado la titulización de activos cuyo origen no radicaba en el balance de entidades financieras.

En su artículo 2, el Real Decreto 926/1998 concreta los activos que podrán incorporarse a un Fondo de Titulización en dos categorías: por un lado, derechos de crédito que figuren en el activo del cedente, con lo que por ejemplo, queda claramente autorizada la titulización de préstamos no hipotecarios por parte de entidades financieras; pero por otro lado, establece que también podrán titulizarse derechos de crédito futuros que, constituyendo ingresos o cobros de magnitud

conocida o estimada, su transmisión se formalice contractualmente, probando, de forma inequívoca, la cesión de la titularidad.

La posibilidad de titularizar derechos de crédito futuros sin necesidad de que figuraran en el activo del originador, suponía un importante avance para un mercado como el español donde hasta el momento sólo se había andado el que podríamos llamar primer tramo del camino de la titulización, con la titulización hipotecaria. Dado el gran salto que hubiera supuesto para las condiciones del mercado español de titulización esta liberalización de los activos a titularizar; y quizás para evitar posibles caídas al vacío, el regulador condicionó la titulización de este tipo de derechos a una autorización específica mediante Orden del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Departamento Ministerial competente según la materia. Pero con matices, se hizo una excepción con los derechos del concesionario al cobro del peaje de autopistas. Con esta salvedad, el Real Decreto 926/1998 parecía querer estimular y potenciar la financiación de las autopistas de peaje españolas titulizando sus cobros futuros.

Este hecho llamó nuestra atención y despertó nuestro interés por la titulización como un instrumento financiero relativamente nuevo y escasamente desarrollado en España. Así, entendimos que era relevante determinar de forma rigurosa, las posibilidades, ventajas e inconvenientes que realmente podía tener la titulización de peajes de autopista en un país como España, situado en una zona, el sur de Europa, donde se halla una de las mayores concentraciones de autopistas de peaje del mundo.

Simultáneamente, a raíz de la promulgación del Real Decreto 926/1998, en numerosas revistas españolas se publican artículos relacionados con la titulización de activos no hipotecarios. Incluso aparecen números monográficos dedicados a la titulización, como en el caso de *Perspectivas del Sistema Financiero*, que dedica su número 62 a las repercusiones que puede tener la titulización en la financiación de grandes proyectos e infraestructuras; o en el caso de la desaparecida *Actualidad Financiera*, en cuyo número monográfico correspondiente al 3er trimestre de 1998 diversos autores se plantean las perspectivas de la titulización en España a partir de la nueva regulación.

En muchos de estos artículos se enumeran las ventajas que la titulización puede suponer como alternativa a la financiación en general, o de grandes proyectos de inversión en particular; los requisitos que deberán cumplir los cobros futuros a titularizar; las variables que pueden influir en la mayor o menor solvencia que el mercado puede asociar a los cobros titulizados; etc. Por tanto, nuestro objetivo de establecer las ventajas e inconvenientes de la titulización como forma de financiación de autopistas de peaje tenía, a nuestro entender, un primer fundamento bibliográfico. No obstante, constatamos que en ningún caso se plantea algún método cuantitativo que facilite a las entidades que contemplen la titulización como una buena alternativa a la financiación de sus proyectos, la decisión del importe óptimo de los cobros futuros a titularizar en cada período.

Hasta el momento, la titulización se había desarrollado exclusivamente en el ámbito bancario, en concreto en el hipotecario, con lo que esta decisión también se había venido tomando estrictamente en este contexto. Pero pensamos que cabía plantearse algún modelo que facilitara la toma de este tipo de decisiones en otros sectores, concretamente, nos centramos en el de las autopistas de peaje, dado que parecía que el mismo regulador incentivaba que fuera el primero en titularizar activos que no formaran parte del balance del originador, bajo las directrices marcadas por la nueva regulación.

El Real Decreto 926/1998 también es innovador en lo que respecta a la regulación de los Fondos de Titulización, dedicando el primero de sus dos capítulos a regular distintos aspectos relacionados con los Fondos de Titulización de Activos. En nuestro caso, a la vez que discurríamos sobre algún tipo de modelización que permitiera decidir el importe de los cobros futuros a titularizar; y dado que la estructura de los cobros titulizados que se cedieran al Fondo de Titulización de Activos determinaría la composición de su activo condicionando totalmente su pasivo, consideramos que también era necesario proponer algún método que permitiera tomar la decisión sobre la estructura del pasivo del Fondo de Titulización de Activos; todo ello en el mismo contexto de titulización de peajes de autopista en el que iniciaríamos nuestro estudio.

Con estos objetivos abordamos el trabajo que a continuación presentamos estructurándolo en tres capítulos: *La provisión y financiación de infraestructuras*

*de transporte por carretera; La titulación como alternativa de financiación; y por último, La titulación de los peajes de autopista en España.*

Si pretendíamos centrar nuestro trabajo en la decisión de la titulación de los cobros derivados de peajes de autopista, pensamos que era razonable abordar previamente la financiación de autopistas en general y la titulación como instrumento de financiación; para con posterioridad aunar el instrumento de la titulación con el sector de nuestro interés, las autopistas; todo ello inscrito en nuestro entorno y considerando entonces la correspondiente regulación.

Así, en el primer capítulo, sobre *La provisión y financiación de infraestructuras de transporte por carretera*, enmarcamos nuestro trabajo en el problema histórico de la provisión y financiación de infraestructuras y servicios públicos en general; para centrarnos posteriormente en las infraestructuras de transporte por carretera y las distintas posibilidades y combinaciones existentes para la financiación, construcción, gestión y pago de este tipo de inversiones.

Dado nuestro objetivo de contextualizar este trabajo en el marco legal español, dedicamos el tercer epígrafe del primer capítulo a la legislación vigente en el ámbito de la gestión y financiación de infraestructuras de transporte con especial referencia a la Ley 13/2003 reguladora del contrato de concesión de obras públicas; todo ello tras haber realizado un breve recorrido por los antecedentes legales al respecto.

Concluimos este primer capítulo con un análisis de la postura de la Unión Europea ante la problemática planteada en los epígrafes anteriores, haciendo especial hincapié en las ayudas financieras comunitarias en el ámbito de las redes transeuropeas y las orientaciones que plasmó la Comisión Europea en su Libro Blanco sobre la política europea de transportes.

Una vez considerados todos estos aspectos alrededor de la provisión y financiación de infraestructuras de transporte por carretera; y antes de centrarnos en la titulación como fuente de financiación de éstas, pensamos que era necesario plantear algunos aspectos en relación a este sistema de financiación. El segundo

capítulo, *La titulización como alternativa de financiación*, lo iniciamos con un primer epígrafe dedicado al proceso de titulización en general. En este epígrafe se define y explica el mecanismo de la titulización en sí considerando los agentes que participan en este proceso, los activos susceptibles de ser titulizados, los mecanismos de mejora crediticia aplicables al proceso y por último, los efectos de la titulización sobre los agentes participantes en ella directamente y sobre el sistema financiero en general. El primer epígrafe se cierra con una breve referencia a los orígenes y evolución de la titulización.

En el segundo epígrafe nos centramos en la titulización en el ámbito español. Para plasmar la evolución que ha tenido este tipo de financiación en España, pensamos que una buena directriz podían marcarla las sucesivas normas legales que al respecto se han ido promulgando. Así, vamos analizando y comentando desde el precedente inmediato a la titulización en España, la regulación de la emisión de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias en la Ley 2/1981 y el Real Decreto 685/1982; hasta la normativa que ha venido completando la regulación de la titulización tras el punto de inflexión que supuso la promulgación del Real Decreto 926/1998.

Esta segunda parte del segundo capítulo finaliza con la descripción y análisis del mercado de titulización en España. Consideramos por un lado su importancia en términos relativos respecto al resto de activos negociados en el mercado español; y también se estudia el mercado de bonos de titulización teniendo en cuenta los colaterales utilizados, los originadores, Sociedades Gestoras, etc.

Esta tesis se cierra con un tercer capítulo, *La titulización de los peajes de autopista en España*, en el que tras la contextualización realizada en los capítulos precedentes, abordamos nuestros objetivos iniciales. En un primer epígrafe tratamos las ventajas e inconvenientes que la titulización puede suponer como alternativa de financiación de infraestructuras y servicios públicos; y se describen algunas de las experiencias internacionales llevadas a cabo en este ámbito.

Consideramos que antes de proponer alguna metodología para la titulización de peajes de autopista, debíamos definir exhaustivamente todos los participantes en

el proceso de titulización y las variables que podían condicionarlo: se establecen en primer lugar los posibles originadores; después, los ingresos y costes asociados al proyecto de inversión cuyos cobros se pretende titular; y por último, los distintos tipos de riesgo asociados a los procesos de titulización de peajes de autopista.

En el tercer epígrafe del capítulo proponemos una metodología para el diseño de un proceso de titulización de peajes de autopista. En primer lugar, establecemos un método que, a nuestro entender, puede contribuir a la selección de la cartera de cobros futuros a titular. Consideramos que el originador es una sociedad concesionaria y establecemos los objetivos que como tal puede perseguir al intentar decidir sobre una u otra estructura de titulización. Se establecen las restricciones que condicionan dichos objetivos y se propone la metodología a seguir para la resolución del modelo propuesto, que utiliza la programación borrosa. La exposición de este primer método finaliza con una aplicación del mismo a un ejemplo concreto sobre el que se realizan distintas variaciones que muestran la respuesta del programa ante diferentes contextos. Posteriormente, adaptamos el programa anterior al caso en que el originador no fuera una sociedad concesionaria privada sino un ente público.

El tercer capítulo finaliza con la propuesta de una metodología que permita la estructuración del pasivo del Fondo de Titulización que adquiere los cobros titulizados según la metodología propuesta en el epígrafe anterior. Pensamos que el diseño del pasivo del Fondo de Titulización completa el proceso iniciado con la selección de los cobros futuros a titular.

Por último abordamos el preceptivo capítulo de conclusiones donde resumimos las aportaciones más relevantes efectuadas y reflexionamos sobre las vías de investigación que nos abre esta tesis doctoral que, como todo trabajo de investigación, es una obra inacabada.