



Bruselas, 19.12.2013  
COM(2013) 929 final

## **INFORME DE LA COMISIÓN**

### **INFORME PROVISIONAL SOBRE LA FASE PILOTO DE LA INICIATIVA EUROPA 2020 DE OBLIGACIONES PARA LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS**

# **INFORME PROVISIONAL SOBRE LA FASE PILOTO DE LA INICIATIVA EUROPA 2020 DE OBLIGACIONES PARA LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS**

## **1. ANTECEDENTES**

El presente informe intermedio (en lo sucesivo, «el informe») al Parlamento Europeo y al Consejo se presenta en cumplimiento del Reglamento (UE) n° 670/2012, a fin de evaluar el avance de la fase piloto de la Iniciativa Europa 2020 de Obligaciones para la Financiación de Proyectos (IOP).

Se trata de un instrumento de riesgo compartido creado por la Comisión Europea (CE) y el Banco Europeo de Inversiones (BEI). Pretende facilitar la emisión de obligaciones que resulten atractivas a los inversores en deuda del mercado de capitales, de modo que las sociedades emisoras puedan financiar proyectos en los sectores de las redes transeuropeas de transporte (RTE-T), las redes transeuropeas de energía (RTE-E), las redes de banda ancha y las telecomunicaciones.

Debido al considerable lapso de tiempo necesario para poner en marcha un instrumento innovador de tal alcance y para preparar, organizar y completar nuevos proyectos de infraestructura, la UE destinó 230 millones EUR<sup>1</sup> a la fase piloto de la IOP para que los interesados pudieran familiarizarse con el nuevo instrumento en el marco de operaciones concretas durante una primera fase. En la fase piloto<sup>2</sup>, que se inició el 7 de noviembre de 2012, el BEI puede aprobar proyectos hasta el 31 de diciembre de 2014. La fecha límite para el cierre de las operaciones financieras de todos ellos es el 31 de diciembre de 2016. El pleno despliegue está previsto en el marco del Mecanismo «Conectar Europa» (MCE), inscrito en el Marco Financiero Plurianual 2014-2020.

El presente informe, elaborado en colaboración con el BEI, abarca el primer período de 12 meses entre noviembre de 2012 y noviembre de 2013 y expone los avances realizados en la autorización y la financiación de proyectos. El informe analiza las lecciones extraídas durante la fase piloto y pone de relieve las sinergias y economías de escala que podrían lograrse en el marco del MCE. El papel de ese Mecanismo podría potenciarse al máximo mediante la creación de sinergias a través de la combinación de subvenciones e instrumentos financieros como la IOP, el Instrumento de Garantía de Préstamos para Proyectos de la Red Transeuropea de Transporte y las acciones de apoyo al programa.

El informe se apoya en los resultados preliminares de una evaluación externa independiente que concluirá en el primer trimestre de 2014 y que evalúa los logros de la IOP en relación con los objetivos de las políticas y la financiación del mercado de capitales en un contexto más amplio. La fase piloto también será objeto de una evaluación independiente en 2015, que proporcionará una visión más completa sobre la eficacia y la eficiencia de la utilización de los fondos de la UE.

---

<sup>1</sup> RTE-T, 200 millones EUR; RTE-E, 10 millones EUR; TIC, 20 millones EUR.

<sup>2</sup> Reglamento (CE) n° 670/2012, DO L 204 de 31.7.2012, p. 1.

## **2. CONTEXTO**

La importancia de la inversión en infraestructuras para el potencial de crecimiento futuro y la creación de empleo sigue siendo indiscutible. Los proyectos de infraestructura económica y financieramente viables pueden tener un importante efecto contracíclico, mejorar la productividad y propiciar la creación de empleo. Al mismo tiempo, las infraestructuras que permiten mejorar el acceso al mercado fomentan la competitividad de Europa.

Para hacer frente a los desafíos que plantea la aplicación de la Estrategia Europa 2020, Europa necesita de un importante volumen de inversión en infraestructuras y modelos de financiación diferenciados. Una vez evaluadas las necesidades de inversión de los Estados miembros, la CE ha estimado que entre 2011 y 2020 sería necesario invertir 1 billón EUR en los sectores de las redes transeuropeas de transporte, las redes transeuropeas de energía y las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC).

El saneamiento de los presupuestos de los Estados miembros de la UE ha proseguido estos últimos años, lo que ha repercutido sobre las inversiones públicas en infraestructuras y la preparación de la cartera de proyectos. El presupuesto de la UE en el marco del MCE contribuirá a financiar los eslabones que faltan en las redes de energía y transportes y el despliegue de la infraestructuras de banda ancha de alta velocidad en toda la UE<sup>3</sup>. No obstante, la participación del sector privado en la financiación a largo plazo de tales proyectos sigue siendo vital.

La IOP es tan solo una de las medidas adoptadas por la UE para hacer frente a estos desafíos. Se espera que las medidas previstas para el primer trimestre de 2014 al hilo del Libro Verde de la Comisión sobre la financiación a largo plazo de la economía europea, las reformas de la regulación de los mercados financieros, la mejora del entorno macroeconómico global y la estabilización de la reglamentación a nivel sectorial propicien avances adicionales.

En este contexto, la IOP ha desempeñado un papel catalizador e insuflado nuevo aliento al mercado de la inversión en infraestructuras. En 2013 volvieron a aparecer en el mercado, sin apoyo del presupuesto de la UE, diversas soluciones de financiación de proyectos mediante obligaciones. La Iniciativa también encaja bien con el debate internacional en el G20 y la OCDE para hacer de las infraestructuras una categoría de activos independiente y con el informe sobre las PYME y la financiación de las infraestructuras presentado en noviembre de 2013 por el grupo de expertos de alto nivel establecido por el Consejo.

## **3. EVOLUCIÓN DEL MERCADO DESDE 2011**

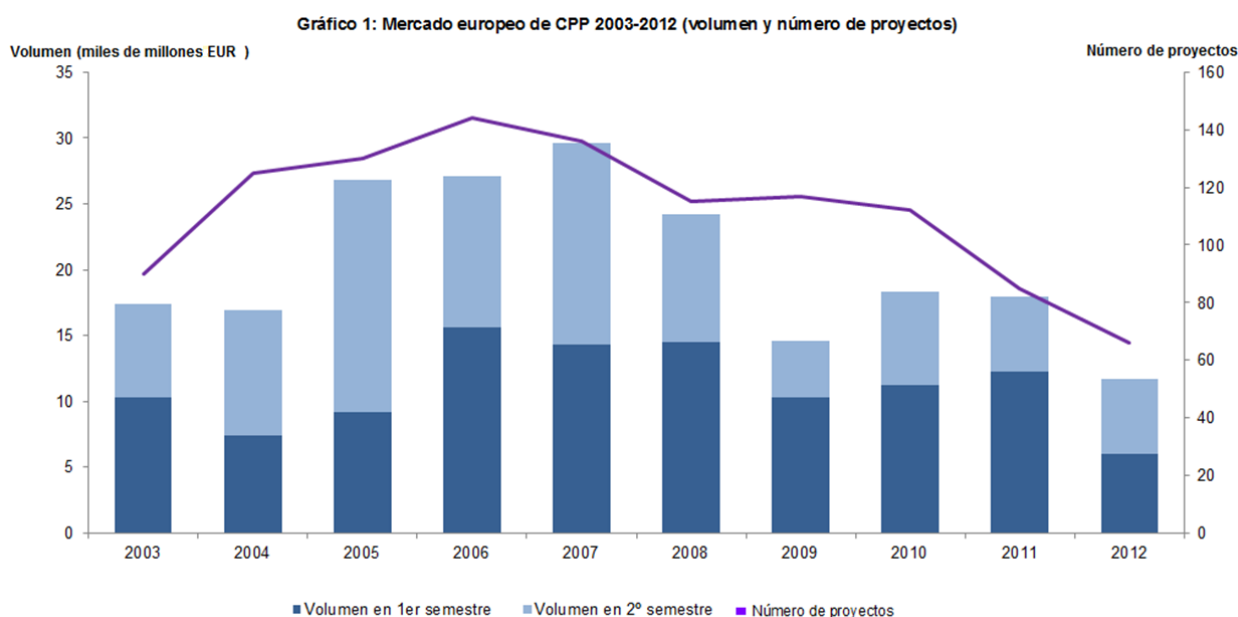
La inversión en infraestructuras en Europa ha descendido desde 2007 debido a la disminución de las inversiones en ese ámbito tanto del sector público como del sector privado. En el sector

---

<sup>3</sup> En el caso de los proyectos de naturaleza económica financiados mediante ayudas estatales, los Estados miembros están obligados a garantizar que los planes de ayuda sean o bien notificados previamente o admisibles con arreglo al Reglamento general de exención por categorías.

público la disminución tiene su origen en las limitaciones presupuestarias, que han ido acompañadas de revisiones de las prioridades de gasto y los planes de infraestructura futuros. Se esperaba que el sector privado complementara las inversiones del sector público, pero la incertidumbre económica y financiera ha llevado a los promotores a aplazar la realización de proyectos en sectores como la energía, la banda ancha y las TIC, en los que la modernización de las redes exige cuantiosas inversiones y domina la financiación del sector privado.

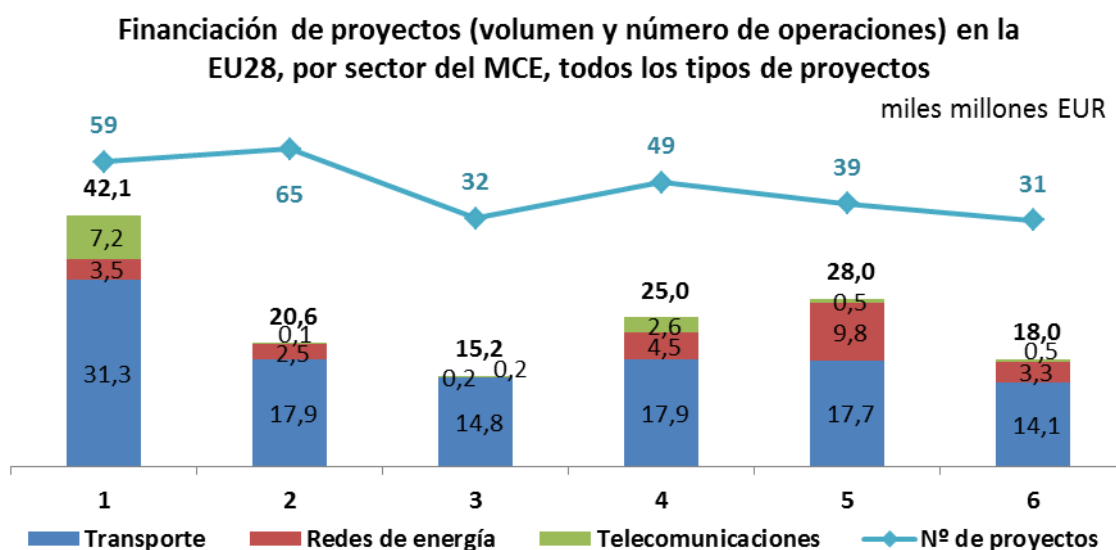
Tal como se ilustra en la figura 1, en la UE la financiación de infraestructuras por el sector privado (utilizando como variable sustitutiva la financiación de proyectos de CPP) aún sigue siendo inferior al nivel anterior a la crisis, 25-30 millones EUR, que tampoco bastaba para cubrir las necesidades de infraestructura de la UE. Ello se debe en parte a la reducción de la actividad de las aseguradoras monolínea. Después de una recuperación parcial en 2010 y 2011, el valor de las operaciones de CPP cerradas ascendió en 2012 a un total de 11 700 millones EUR, lo que supone una disminución del 35 % respecto a 2011 (17 900 millones EUR) y constituye el valor más bajo desde 2003. Este descenso de los proyectos de CPP y del volumen de la financiación correspondiente refleja, en primer lugar, una limitación de la cartera de proyectos y de la labor de preparación de proyectos y, en segundo lugar, una falta de financiación a largo plazo en determinados sectores y países afectados por la crisis financiera.



*Fuente: Consorcio para la Evaluación de Políticas Europeas (EPEC).*

Si se examina la situación general del mercado desglosando cada sector del MCE, la financiación de infraestructuras pasó de 28 000 millones EUR en 2011 a 18 000 millones EUR en 2012 y se registró una disminución del número de operaciones. Los proyectos en el sector de los transportes ascendieron a 14 100 millones EUR, mientras que los de las redes de energía y el sector de las telecomunicaciones se elevaron, respectivamente, a 3 300 millones EUR y 500 millones EUR.

Gráfico 2



*Fuente: Base de datos de Infrastructure Journal, conversión en EUR al tipo FX medio*

En el primer semestre de 2013, la actividad en los sectores del MCE dentro de la EU28 aumentó un 33 % en términos de volumen, pasando de 9 200 millones EUR en el primer semestre de 2012 a 12 200 millones EUR en el mismo periodo de 2013. En 2013 el número de operaciones ha disminuido ligeramente, de 15 a 12, mientras que el tamaño medio de cada una de ellas, 1 000 millones EUR, ha sido un 66 % superior al promedio registrado en 2012, 600 millones EUR. Esta evolución se debe, principalmente, a que en 2013 han tenido lugar algunas operaciones de refinanciación de gran dimensión (Open Grid Europe, autopista de BreBeMi).

Los bancos han seguido revisando sus modelos de negocio. Algunos se muestran de nuevo dispuestos a conceder préstamos para la financiación de proyectos —aunque con plazos de vencimiento inferiores a los vigentes antes de la crisis— mientras que otros están desarrollando sus capacidades de generación y colocación de operaciones de financiación de proyectos, en respuesta al mayor papel que se prevé desempeñen los inversores institucionales. Según algunos observadores, estos avances serían una señal de la recuperación de la financiación bancaria. Nosotros estimamos, no obstante, que los bancos no proporcionarán el volumen de préstamos necesario para satisfacer las necesidades de infraestructura de la UE.

A menos que puedan desarrollarse otras fuentes de financiación, existe un riesgo real de que tras la crisis financiera se vea limitado el gasto en infraestructuras como mecanismo generador de crecimiento y empleo. A este respecto han surgido una serie de compañías aseguradoras y fondos de deuda que pueden invertir en operaciones con deuda prioritaria o subordinada en los mercados primario y secundario. Algunas compañías aseguradoras han creado equipos internos dedicados a la financiación de infraestructuras para reforzar su presencia en el mercado, mientras que otras actúan a través de cuentas gestionadas. Algunas

ya han cerrado las primeras operaciones —en su mayoría de cuantía modesta en proyectos británicos de infraestructura social relativamente sencillos, por ejemplo, de alojamiento universitario— basadas principalmente en emisiones privadas en lugar de obligaciones públicas. Aunque algunas pequeñas operaciones a nivel local son inversiones en nuevos emplazamientos, a menudo las operaciones de mayor envergadura a nivel nacional son refinanciaciones o inversiones en antiguos emplazamientos.

En conclusión, si bien es cierto que la financiación bancaria tradicional seguirá siendo importante, hay un gran potencial para que estos y otros nuevos agentes del mercado fomenten la financiación privada de proyectos de infraestructura a través de las emisiones de deuda en los mercados de capitales. Se trata de un objetivo clave de la IOP.

#### **4. OBJETIVOS DE LA INICIATIVA DE OBLIGACIONES PARA LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS**

La IOP brinda un instrumento concreto para contribuir a la recuperación económica tras la crisis. Tiene dos objetivos principales:

- estimular la inversión en proyectos de interés europeo en los sectores transeuropeos del transporte, la energía y la banda ancha con un claro valor añadido de la UE, de modo que se recuperen los niveles de inversión anteriores a la crisis, y
- facilitar una mayor participación de inversores institucionales en la financiación, mediante endeudamiento a largo plazo en el mercado de capitales, de proyectos económicamente viables en esos sectores.

La IOP pretende complementar las fuentes existentes de financiación de proyectos y ofrecer una alternativa creíble a través de otras fuentes de financiación mediante empréstitos (entidades bancarias y fondos de deuda emergentes). Así no solo se ampliarían las fuentes de financiación disponibles, sino que se corregirían también las situaciones de inversión subóptimas y se mejorarían las condiciones de financiación. El objetivo último de la IOP es ampliar el atractivo de los proyectos de infraestructura para los inversores privados.

La mejora del crédito de las obligaciones para la financiación de proyectos (MCOP) proporcionada por el BEI en el marco de la IOP pretende salvar la distancia que media entre la calificación de los proyectos de infraestructuras financiados por el sector privado, normalmente baja, y la calificación superior establecida como objetivo por los inversores. Ello permitiría ampliar las fuentes de financiación, sostener los plazos de vencimiento y reducir los costes de financiación. La MCOP puede facilitarse en forma de:

- un mecanismo consolidado, a saber, un tramo de deuda subordinada (es decir, un préstamo directo al proyecto que no se reembolsará hasta que no se hayan amortizado las obligaciones prioritarias), o
- un mecanismo no consolidado, a saber, una línea de crédito contingente que, una vez activada, se transforma en un préstamo subordinado.

La MCOP se centra en emisiones de calidad A-, de manera que la mayoría de los inversores institucionales pueden comprarlas. Aunque en la actualidad algunos inversores institucionales están dispuestos a asumir más riesgo adquiriendo tramos de emisiones intermedias, los objetivos de la IOP —incorporar al mercado a una masa crítica de inversores, fomentar la estandarización y contribuir al desarrollo de un mercado más maduro— siguen siendo válidos.

La MCOP aborda los riesgos específicos de los proyectos en las fases de construcción y explotación, brindando liquidez adicional para mejorar el perfil financiero en respuesta a acontecimientos imprevistos. La MCOP mejora la calificación crediticia de las inversiones, ya que es prioritaria en relación con los inversores en capital social pero secundaria en relación con los inversores en deuda.

La contribución de la UE al instrumento de obligaciones para proyectos sirve para absorber parcialmente el riesgo adicional que asume el BEI al participar en operaciones más arriesgadas de lo normal cubriendo, hasta un importe máximo, las primeras pérdidas en la cartera de proyectos. Así el BEI puede prestar apoyo a un mayor número de operaciones. Los proyectos deben atenerse a las directrices de la Unión sobre los criterios de admisibilidad en cada uno de los tres sectores, deben generar flujos de tesorería estables y suficientemente elevados, ser racionales desde el punto de vista económico y tecnológicamente viables.

## **5. RESULTADOS OBTENIDOS**

La fase piloto de la IOP comenzó hace 12 meses; el BEI puede aprobar proyectos hasta el 31 de diciembre de 2014. La fecha límite para el cierre de las operaciones financieras de todos ellos es el 31 de diciembre de 2016.

Hasta la fecha, el Consejo de Administración del BEI ha aprobado ocho proyectos que cumplen los requisitos de la MCOP en los sectores de la energía y el transporte en varios Estados miembros de la UE. Además, el BEI ha demostrado la viabilidad de las obligaciones para proyectos respaldando con una mejora del crédito las emisiones correspondientes a dos de los proyectos aprobados (solo uno de los cuales fue apoyado por la UE debido a limitaciones presupuestarias). Está previsto que pronto se firme una operación más.

### **5.1. Proyectos aprobados por el BEI**

Se trata de autopistas en varios Estados miembros, conexiones a la red de parques eólicos marítimos en Alemania y el Reino Unido e instalaciones de almacenamiento de gas en Italia y España. Por lo que respecta a la banda ancha, el BEI está trabajando activamente en una cartera de proyectos viables.

**Cuadro 1:**

Política	Proyecto	País	Dimensión prevista del dispositivo de mejora crediticia (millones EUR)
RTE-T	Autopista	Bélgica	150
RTE-T	Autopista	Alemania	120
RTE-T	Autopista	Reino Unido	200
RTE-E	Conexión a la red de varios parques eólicos marítimos	Reino Unido	150
RTE-E	Almacenamiento de gas	España	200
RTE-E	Almacenamiento de gas (1)	Italia	200
RTE-T	Autopista	Eslovaquia	200
RTE-E	Conexión a la red de varios parques eólicos marítimos	Alemania	170
<b>Total aprobado</b>			<b>1 390</b>

1) Sujeto a la disponibilidad de financiación de la UE.

A la lista podrán añadirse otros proyectos que apruebe el Consejo de Administración del BEI antes de finales de 2014.

En la fase piloto se contemplan mecanismos de mejora del crédito cuyo valor triplica, aproximadamente, los 230 millones EUR de la contribución del presupuesto de la UE, es decir, alrededor de 700 millones EUR, lo que en última instancia permitirá respaldar deuda prioritaria por valor de entre 15 y 20 veces la contribución del presupuesto de la UE.

Los mecanismos subordinados para los ocho proyectos aprobados superan los 700 millones EUR, pero es probable que se utilice una cantidad inferior, pues la emisión de obligaciones para la financiación de proyectos con MCOP es, por lo general, una de las diversas opciones de financiación que puede elegir la empresa encargada del proyecto o el poder adjudicador. Por ejemplo, las autopistas en el Reino Unido y Eslovaquia se financiarán sin MCOP ya que, por razones específicas, la calificación de los proyectos correspondientes bastó para obtener fondos en el mercado obligacionista, sin que fuese necesario recurrir a ese dispositivo para lograr una calificación crediticia más elevada. No obstante, se considera que la existencia de la MCOP como otra opción de financiación ha contribuido a mantener la tensión de los precios en ambos proyectos, de modo que el resultado final garantiza una relación calidad-precio adecuada para el poder adjudicador respectivo.

## 5.2. Obligaciones para proyectos apoyadas por el BEI

El BEI ha apoyado la emisión de obligaciones por valor de 1 400 millones EUR para el

### **Primera emisión de obligaciones para la financiación de proyectos**

La primera emisión de obligaciones para la financiación de un proyecto, por valor de 1 400 millones EUR y con vencimiento en diciembre de 2034, tuvo lugar en julio de 2013 con un cupón de 5,756 y un diferencial de 100 puntos básicos respecto a los bonos del Estado español. La emisión permitió financiar la construcción y la puesta en marcha de un depósito subterráneo de gas (y las instalaciones correspondientes) frente a la costa del mediterráneo septentrional español. Standard & Poor's concedió una calificación «BBB» a las obligaciones.

La emisión fue suscrita por treinta inversores, su mayoría compañías aseguradoras y fondos de pensiones (más del 60 %), pero también agencias, gestores de fondos de inversión y bancos (solo el 4 %). La procedencia geográfica de los inversores está diversificada y se reparte por igual, aproximadamente, entre Alemania, Francia, España, Italia, el Reino Unido y Luxemburgo.

Las obligaciones fueron emitidas por Watercraft Capital, una sociedad vehicular con sede en Luxemburgo, que a su vez prestó el capital obtenido a la empresa encargada del proyecto, para que refinanciara los préstamos vivos con un vencimiento más próximo que había utilizado para sufragar la construcción del depósito de almacenamiento de gas. Así la empresa encargada del proyecto tendrá una estructura de financiación más adaptada a su concesión, de treinta años de duración.



depósito de gas «Castor»<sup>4</sup> sin utilizar el presupuesto de la UE, ya que el importe de la contribución de la CE solicitada rebasaba el presupuesto disponible.

La IOP también ha prestado apoyo a una emisión de obligaciones por valor de 305 millones GBP para el proyecto británico Greater Gabbard OFTO, un sistema de transmisión de electricidad que conecta un parque eólico marítimo de 500 MW a la red continental del Reino Unido. Se trata del primer proyecto OFTO financiado a través de los mercados de capitales. La emisión contó con el respaldo de un mecanismo no consolidado de MCOP por valor de unos 46 millones GBP, lo que le permitió recibir una calificación de A3 de Moodys, con una tarificación muy competitiva de 125 puntos básicos por encima de las obligaciones del Tesoro británico. La MCOP se facilitó con cargo al presupuesto de la UE y utilizó la totalidad de los 10 millones EUR de la dotación de la UE disponibles para proyectos en el ámbito de la energía durante la fase piloto.

#### **Cierre de la estructura financiera del proyecto Greater Gabbard OFTO**

La estructura financiera de este proyecto de transmisión marítima de electricidad se completó el 27 de noviembre de 2013. La licencia de OFTO, concedida por Ofgem, el regulador británico de los mercados del gas y la electricidad, otorga a la empresa encargada del proyecto la propiedad y los derechos de explotación de los activos durante un período de veinte años, recibiendo a cambio ingresos de disponibilidad. El valor de los activos plenamente operativos se aproxima a los 350 millones GBP, cantidad que será financiada por la empresa encargada del proyecto en parte a través de la emisión de obligaciones *ad hoc*.

Para apoyar la financiación de la operación se ha realizado una emisión pública por valor de 305 millones GBP que abona un cupón fijo del 4,137 % y vence el 29 de noviembre de 2032.

Moody's asignó una calificación provisional A3 a la emisión, con una perspectiva estable. Según esa Agencia, la calificación reflejaba la mejora del crédito brindada por la IOP. Los promotores del proyecto han aportado un total de 46 millones GBP de capital.

Se trata de la primera ronda de proyectos OFTO de tamaño suficiente para captar el interés de los mercados de capitales. Desde hace tiempo se ha venido considerando que esta modalidad de financiación es adecuada para el sector OFTO, ya que la tarifa abonada al operador está vinculada al índice de precios al por menor y el 90 % de los ingresos están garantizados.

Se espera que estas dos operaciones vayan seguidas por el proyecto de la autopista A11 en Bélgica a finales de 2013 o principios de 2014. Esa operación contará también con el respaldo del presupuesto de la UE y constituirá un nuevo parámetro en términos de potencial para los inversores y niveles de precios.

La **CPP Brujas A11** es una nueva autopista que enlaza el puerto de Zeebrugge con la E40 hacia Gante y la E34 hacia Amberes, mejorando la conexión del puerto con la ciudad de Brujas y los enlaces turísticos con la costa belga, en particular Knokke y Blankenberge. Actualmente se está ultimando la estructura de financiación de la A11, que debería haberse completado a finales de 2013 o principios de 2014. La firma depende de la conclusión de las negociaciones y la aprobación por parte de los poderes contratantes. El proyecto A11 sería el

<sup>4</sup> El proyecto fue objeto de una evaluación de impacto medioambiental aprobada por la autoridad competente española en 2009. Tras la actividad sísmica registrada en la región en septiembre de 2013, las autoridades españolas decidieron realizar otros estudios técnicos sobre el impacto del proyecto.

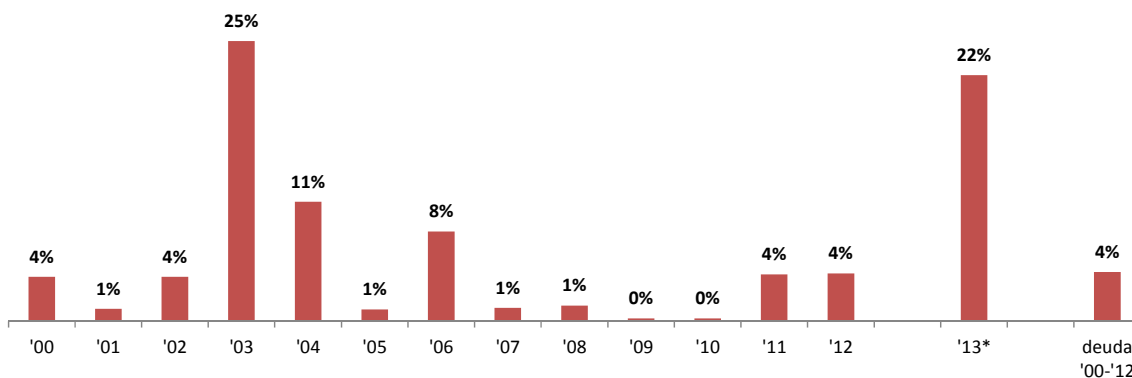
primer proyecto de las redes transeuropeas de transporte en el marco de la IOP y la primera operación de nuevo emplazamiento. Se espera que las obligaciones por valor de 575 millones EUR vayan respaldadas por un mecanismo no consolidado de MCOP de unos de 114 millones EUR en forma de carta de crédito subordinada emitida por el BEI.

### 5.3. Otras emisiones de obligaciones para infraestructuras

La creciente atención y apoyo prestados a la financiación de proyectos de infraestructuras a través del mercado de capitales ha propiciado también un importante incremento de las emisiones de obligaciones para infraestructuras en comparación con el período 2007-2012. Ahora bien, entre 2007 y 2013, en términos de volúmenes, más del 90 % de las obligaciones emitidas en los sectores que abarca el MCE fueron refinanciaciones, un 6 % inversiones en nuevos emplazamientos y un 3 % adquisiciones.

Gráfico 3

**Porcentaje de las obligaciones en la financiación de proyectos mediante deuda, sectores del MCE en la EU28 (2000-2013\*)**



Fuente: Base de datos de Dealogic ProjectWare \*Ocho meses desde enero hasta agosto de 2013

Además de la emisión de 1 400 millones EUR para el proyecto Castor, respaldada por el BEI, en el año 2013 se completaron una serie de grandes operaciones de refinanciación en el mercado de obligaciones, entre las que cabe citar:

- La refinanciación de High Speed 1, el proyecto ferroviario británico de alta velocidad, con una emisión de 760 millones GBP a 25 años como parte de un paquete de deuda prioritaria de 1 550 millones GBP. Logró una calificación A-, y en la práctica el Gobierno británico garantizó los pagos por disponibilidad a High Speed 1 a través de un acuerdo nacional de apoyo.
- Open Grid logró refinanciar 2 700 millones EUR de deuda con un préstamo de 1 200 millones EUR y 1 500 millones EUR de obligaciones A- con vencimientos a siete, diez y doce años.

- En Eslovaquia, la refinanciación de aproximadamente 1 200 millones EUR de deuda con obligaciones calificadas BBB+ y vencimiento en 2039.

Estas operaciones demuestran claramente la profundidad de los mercados europeos de capitales y su interés por las refinanciaciones sencillas de proyectos de infraestructura.

Además, en 2013 se registraron una serie de operaciones innovadoras en el mercado de capitales, en virtud de las cuales inversores institucionales proporcionaron financiación de diversas maneras a proyectos en nuevos emplazamientos. La mayoría de los proyectos pertenecen al sector de las infraestructuras sociales (por ejemplo, los alojamientos de estudiantes), donde los proyectos son más pequeños y comportan menos riesgo.

Proyecto	Clasificación	Vencimiento	Nominal (millones)	Características
Circunvalación L2/A507	Baa 3	28 años y 30 años para los tramos I y II, respectivamente	79 EUR (tramo I) 86 EUR (tramo II)	Más del 65 % de la financiación aportada por el Gobierno francés, los 165 millones EUR restantes adquiridos por un grupo de seguros; el tramo II cuenta con la garantía del Estado francés (ley Dailly)
Alojamiento de estudiantes Holyrood, Reino Unido	AA-/A2	35 años tipo fijo e indexado	63 GBP	Obligación subyacente BBB/Baa3, potenciada por Assured Guaranty
Pendleton Together Housing	No aplicable	29 años	71,7 GBP (tramo A) 10,9 GBP (tramo B)	Financiación mediante obligaciones parcialmente garantizada (las obligaciones prioritarias de clase A cuentan con una mejora del crédito del tramo subordinado de clase B)
Prisión de Zaanstad	No aplicable	28 años	72 EUR	Mejora del crédito de los pagarés prioritarios mediante el tramo de préstamo B subordinado
ULiving Hertfordshire, Reino Unido	A-	41 años tipo indexado	144 GBP	
UPP, alojamiento para estudiantes en múltiples ubicaciones, Reino Unido	A-	27 años tipo fijo, 34 años tipo indexado	382 GBP	Ingresos derivados de rentas provenientes de varias universidades con mancomunación de efectivo a efectos de reducción del riesgo
Comunidades sostenibles para Leeds	AA-/A2	19 años	102 GBP	Mejora de las obligaciones subyacentes por Assured Guaranty

Fuente: *Infrastructure Journal, Standard & Poors*

Resulta significativo que en los proyectos L2, Holyrood, Pendleton, Zaanstad y Leeds se utilice alguna forma de mejora del crédito. Dos operaciones suponen el regreso al mercado de una aseguradora de bonos para estas operaciones de tamaño medio. La mayor operación, el alojamiento de estudiantes UPP, tiene un valor de 382 millones GBP y está basada en una cartera de proyectos. En algunos casos, un inversor institucional único adquirió gran parte de la operación.

Todas las operaciones, salvo dos, se realizaron en el Reino Unido, donde la financiación de las CPP por los mercados de capitales utilizando garantías monolínea fue frecuente. En Europa continental está creciendo el interés por encontrar soluciones de financiación mediante

obligaciones y los poderes adjudicadores se están adaptando lentamente a las nuevas posibilidades de financiación. Por lo que respecta a la adjudicación, todavía es habitual la práctica consistente en exigir a los candidatos un compromiso firme de financiación en la fase de presentación de ofertas, lo que limita las soluciones basadas en obligaciones a las colocaciones privadas y excluye en gran medida las emisiones públicas en las que podrían ser posibles mayores volúmenes y mejores sistemas de fijación de precios.

#### **5.4. Balance**

En el primer año de funcionamiento, ocho proyectos han sido aprobados por el Consejo de Administración del BEI como beneficiarios potenciales de MCOB. Otros proyectos se le someterán próximamente. Dos proyectos cuentan con una mejora del crédito brindada por el BEI; se prevé firmar otro proyecto adicional a principios de 2014. Uno de esos tres proyectos se concluyó sin ningún apoyo del presupuesto de la UE.

La promoción activa por la CE y el BEI de la emisión de obligaciones para la financiación de proyectos de infraestructura ha sido apreciada y reconocida por el mercado y ha favorecido el desarrollo de otras soluciones de mercado a través del efecto catalizador previsto. Se confirma que Europa está avanzando verdaderamente hacia la creación de un mercado de obligaciones para la financiación de proyectos. En particular, como demuestran las operaciones ya completadas, la IOP ha permitido ampliar el abanico de inversores que pueden acceder a activos de infraestructura. Aun en los casos en que finalmente no se ha elegido la IOP como la mejor opción de financiación, ha incrementado la presión competitiva reduciendo los costes de financiación globales para una serie de proyectos.

Sin embargo, hasta ahora el mercado se ha centrado en pequeños proyectos locales de infraestructura en el Reino Unido, con escasa actividad en apoyo de proyectos de mayor dimensión a nivel nacional. En particular, las condiciones de DIEZ proyectos en nuevos emplazamientos siguen siendo difíciles. Los Estados miembros deben acelerar la determinación y preparación de proyectos de infraestructura, con el fin de sacarlos al mercado.

### **6. MEJORAS NECESARIAS DE LA IOP**

#### **6.1. Necesidad de una cartera de proyectos más sólidos y más maduros**

La demanda de inversión en infraestructuras en Europa es patente. Sin embargo, cada vez inquieta más la posibilidad de que los proyectos actuales, en términos de número y madurez, no basten para satisfacer esa demanda<sup>5</sup>.

En el caso de los proyectos y sectores que dependen de manera crucial de la participación del sector público, los gobiernos de toda Europa tienen que velar por desbloquear nuevas inversiones en infraestructuras y mitigar la incertidumbre acerca de la futura oferta o la cartera de proyectos de infraestructuras. Sin una adecuada cartera de operaciones (idóneas) no

---

<sup>5</sup> Fuente: *Infrastructure Journal*, 17.11.2013.

será posible incrementar la inversión a largo plazo. Acrecentar la confianza de los inversores en el flujo de operaciones, de modo que sigan estando dispuestos a comprometer sus fondos e invertir recursos en el desarrollo de las nuevas capacidades necesarias para analizar la financiación de proyectos de infraestructura, requiere un mayor grado de transparencia en la cartera de proyectos a nivel nacional y supranacional, así como el compromiso y la planificación a largo plazo de los poderes contratantes.

En este contexto, los cambios bruscos que puede experimentar el enfoque reglamentario para sectores específicos siguen constituyendo un obstáculo importante para la ejecución eficaz de la cartera de proyectos. En todos los sectores, en general, factores tales como la falta de estandarización, la falta de certidumbre sobre la fijación de precios en las emisiones del mercado de capitales y la novedad de tales operaciones según la percepción que impera actualmente en el mercado son problemas que afrontan las soluciones basadas en obligaciones. Es en este punto donde la IOP puede demostrar también su papel beneficioso.

## **6.2. Utilización del presupuesto de la UE**

Considerando el mecanismo de reparto de riesgos establecido entre la Comisión y el BEI, tal como se describe en la sección 4, el uso del presupuesto de la UE sería más eficaz si la constitución de reservas para las primeras pérdidas por el presupuesto de la UE se repartiera entre todos los proyectos en los tres sectores que abarca la IOP. Con tres reservas distintas para las primeras pérdidas en apoyo de tres carteras sectoriales, como sucede en la actualidad, nos enfrentamos a claras limitaciones a efectos de la diversificación de riesgos y, por tanto, del efecto multiplicador. Por otra parte, el escaso efecto multiplicador sobre las carteras de pequeña dimensión exige encontrar proyectos del tamaño adecuado para el importe del presupuesto disponible. Por ejemplo, el BEI financió el proyecto Castor con sus propios recursos, ya que la contribución del presupuesto de las redes transeuropeas de energía era insuficiente para sufragar la aportación necesaria de la UE.

Esencialmente, los instrumentos de riesgo compartido y el presupuesto de la UE pueden alcanzar un mayor efecto multiplicador mediante la diversificación. La diversificación aumenta en función del número de proyectos incluidos en la cartera, mientras que la diversidad sectorial de los proyectos reduce su correlación. Por consiguiente, una cartera de mayor dimensión, que incluya asimismo diferentes sectores, ofrece mayores ventajas de diversificación. Por otra parte, la gestión de los riesgos en una cartera de proyectos que presenten perfiles de riesgo diferentes puede aumentar la complejidad sin dejar de ser gestionable por el BEI. A fin de maximizar las ventajas de la diversificación, el MCE solo podría tener una cartera única de proyectos en el pleno cumplimiento del Reglamento sobre el MCE y el Reglamento Financiero que rige los gastos de la UE. De este modo se facilitará la financiación de proyectos, con independencia de su tamaño o de su calendario.

Este mismo mecanismo puede ampliarse a las carteras existentes del Instrumento de Garantía de Préstamos para Proyectos de la Red Transeuropea de Transporte y de la Iniciativa de Obligaciones para la Financiación de Proyectos, logrando así sacar el máximo beneficio de las economías de escala. Fusionando esas carteras con la cartera del MCE se crearía una cartera

inicial que podría reducir con mayor rapidez las contribuciones respectivas del presupuesto de la UE a los nuevos proyectos. Se espera que el estudio externo encargado por la CE y mencionado en la introducción apunte a esta conclusión.

## **7. CONCLUSIONES**

Como demuestra la emisión de dos series de obligaciones para la financiación de proyectos con una mejora del crédito transcurridos apenas 12 meses, la iniciativa está cumpliendo las expectativas y es eficaz a la hora de proporcionar financiación a los proyectos.

El interés y las reacciones del mercado acerca de la iniciativa han sido positivos, y ello ha sido útil para que los inversores centren su atención en las soluciones basadas en obligaciones. Por lo que respecta al desarrollo de las obligaciones para la financiación de proyectos, es necesario seguir trabajando para desarrollar un mercado activo de obligaciones, incluida la emisión de nuevas obligaciones de modo que haya siempre en circulación un volumen suficiente y resulte más fácil definir parámetros para las emisiones futuras. Así los inversores y los poderes adjudicadores podrán evaluar con menor dificultad los niveles de financiación probables y se aumentará la previsibilidad de la fijación de precios de las soluciones basadas en obligaciones, de manera que los poderes adjudicadores quizá puedan abandonar la exigencia de un compromiso firme de financiación. Además, un mercado líquido de obligaciones para la financiación de proyectos requiere proyectos mejor preparados y más maduros. Los gobiernos deberían, por lo tanto, comprometerse con la planificación a largo plazo para garantizar una cartera de proyectos de infraestructuras más estable y transparente. A este respecto, el MCE prevé asistencia técnica a nivel institucional y de los proyectos para ayudar a preparar futuras carteras de proyectos de interés común y apoyar así a los Estados miembros y el sector privado. También hay margen para ampliar la IOP a otros ámbitos en los que la financiación de proyectos de infraestructura locales de menor dimensión podría mancomunarse a nivel nacional o regional.

El papel del MCE podría maximizarse si se procediera a la fusión de las tres carteras sectoriales (es decir, el transporte, la energía y la banda ancha), de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 14, apartado 3, del próximo Reglamento del MCE. Con el fin de aumentar la eficiencia y el efecto multiplicador de los gastos con cargo al presupuesto de la UE, se podría aprovechar esta oportunidad para crear un sistema compartido de constitución de reservas para las primeras pérdidas que sacase partido de la diversificación inherente a estos tres sectores, en el que los instrumentos preexistentes podrían servir de cartera inicial.