

*María de los Llanos Matea Rosa**

EL FONDO DE TITULIZACIÓN DEL DÉFICIT DEL SISTEMA ELÉCTRICO

En este artículo se define y cuantifica el déficit de tarifa, a la vez que se describe el funcionamiento del Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico y se detallan las emisiones llevadas a cabo por dicho fondo.

Palabras clave: déficit de tarifa, sector eléctrico, titulización.

Clasificación JEL: L94, G29.

1. Introducción

El déficit de tarifa es el resultado de unos costes reconocidos al sistema eléctrico superiores a los ingresos obtenidos por los precios regulados o tarifas de acceso que pagan los consumidores. Los precios regulados los fija periódicamente el Gobierno, en base a una previsión de los costes que incorpora un escenario con estimaciones de múltiples elementos, como son la demanda futura de electricidad, la estructura de la demanda y de la producción por tecnologías o los precios en el mercado mayorista de generación. Por tanto, dada la incertidumbre asociada a dichas previsiones se pueden producir desajustes entre las variables estimadas y las registradas realmente. Además, los déficits de tarifa también pueden aparecer como consecuencia de decisiones políticas que persiguen determinados objetivos, como, por ejemplo, contener la inflación o el recibo de la luz.

El déficit de tarifa lo financian temporalmente las cinco principales empresas de generación de

electricidad (es decir, las principales productoras de electricidad), siendo una deuda del sistema eléctrico con las empresas que aportan dicha financiación y que se traslada a generaciones futuras de consumidores a través del reconocimiento de derechos de cobro a largo plazo¹. De este modo, los pagos de las anualidades de los déficits de años anteriores (principal más intereses) son partidas a pagar con las tarifas de años posteriores. Para que las eléctricas no tuvieran que endeudarse para financiar el déficit, desde el año 2003 se les ha permitido ceder el déficit a terceros, es decir, lo pueden titular, y de hecho así lo hicieron con los déficits peninsulares del período 2000 a 2005. No obstante, a medida que el déficit se iba haciendo más abultado, su colocación en los mercados financieros resultaba más difícil. Para solucionar esta situación, en 2007 se decidió que la Comisión Nacional de Energía (CNE) gestionase la subasta de derechos de cobros futuros sobre las tarifas. La CNE celebró tres subastas², sin embargo, la falta de percepción de garantías del producto por parte de los mercados financieros, junto a la crisis financiera, hizo que la ▷

* Banco de España - Eurosisistema.

Las opiniones y conclusiones recogidas en este artículo representan las ideas de la autora, con las que no necesariamente tiene que coincidir el Banco de España o el Eurosisistema

Versión de marzo de 2013.

¹ A 15 años, excepto los anteriores a 2003, que fueron a 8 años.

² La primera subasta se celebró el 26 de noviembre de 2007, la segunda el 12 de junio de 2008 y la tercera el 30 de septiembre de 2008.

primera y tercera subasta se declarasen desiertas y en la segunda solo se colocasen 1.300 millones de euros, de los 2.700 millones que se subastaban³.

En este contexto, en abril de 2009 se creó el Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico o FADE⁴ (Real Decreto Ley 6/2009, de 30 de abril) con el fin de dotar de garantías a la deuda acumulada. El FADE es el encargado de emitir, con el aval del Estado, los derechos de cobro relativos a los déficits tarifarios reconocidos a las generadoras del sector eléctrico y pendientes de ceder a terceros, así como los que se hayan generado hasta el 31 de diciembre de 2012, por un importe máximo del programa de emisión de bonos del fondo de 25 mil millones de euros.

Después de esta introducción, el artículo se estructura de la siguiente manera. En el apartado segundo se cuantifica el déficit de tarifa, mientras que en el apartado tercero se describen las características principales del fondo y en el cuarto se detallan las emisiones que ha realizado el FADE. El artículo se completa con unas breves conclusiones.

2. Déficit de tarifa

Desde el año 2000 se han venido generando déficits de tarifa⁵. Como señala la CNE (2012a), hasta el año 2006 el déficit fue debido, fundamentalmente, a que el precio al por mayor de la electricidad fue superior al que se computó al calcular las tarifas, mientras que a partir de 2007 el déficit se explica por la insuficiencia de las tarifas para cubrir los costes de acceso⁶. De hecho, en 2007, con objeto de evitar su-

bidat importantes de las tarifas⁷, se estableció el déficit *ex-ante* (Real Decreto 1634/2006, de 29 de diciembre), que implica la imputación de parte de los costes del ejercicio a ejercicios futuros, de manera que las tarifas se han venido fijando desde entonces por debajo de los niveles que se requerirían para cubrir costes, y además esos costes han superado sistemáticamente los estimados inicialmente, por lo que el déficit real ha superado al déficit *ex-ante*, salvo en el caso del déficit peninsular del 2007⁸. La diferencia entre el déficit finalmente incurrido y el déficit *ex-ante* reconocido por la Administración es lo que se denomina desajuste. El desajuste de un período, al contrario de los déficits *ex-ante* (cuyo pago se dilata a lo largo de varios años) debe pagarse en el período siguiente.

Con el fin de acotar la generación de nuevos déficits, en 2009 se estableció una senda decreciente para el máximo valor anual del déficit *ex-ante*, de 3.500, 3.000, 2.000 y 1.000 millones de euros para los años 2009, 2010, 2011 y 2012, a la vez que se fijaba el 1 de enero de 2013 como el momento a partir de cual no se podrían generar nuevos déficits *ex-ante* (Real Decreto-ley 6/2009, de 30 de abril). Sin embargo, las dificultades de cumplir dichos límites y ante la necesidad de elevar notablemente las tarifas para poder financiar los abultado desajustes que se iban a producir, a finales de 2010 se elevaron los límites máximos del déficit *ex-ante* hasta los 5.500, 3.000 y 1.500 millones de euros para los años 2010, 2011 y 2012, respectivamente (Real Decreto-ley 14/2010, de 23 de diciembre). Por la misma razón, dicha senda ha vuelto a modificarse recientemente, de manera que el desajuste temporal que se produzca en 2012 tendrán la consideración de déficit tarifario, a la vez que se ha suprimido la obligación de ▷

³ Se colocó el déficit de tarifa peninsular del año 2007.

⁴ Esta es la denominación comercial, mientras que la legal es «Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, Fondo de Titulización de Activos».

⁵ Si bien, no se generaron déficits peninsulares en 2003 y 2004.

⁶ En líneas generales, el precio de la electricidad antes de impuestos es la suma, por un lado, del precio de generar la electricidad y, por otro, del precio que se paga por transportarla (los denominados peajes de acceso). Este último no sólo incorpora lo que estrictamente se abona por utilizar las redes de alta tensión (por la actividad de transporte) y de baja tensión (por la actividad de distribución), sino que incorpora otros muchos costes del sistema eléctrico, como son las primas a las renovables, los pagos por garantía de potencia, el sobrecoste insular y

peninsular, el déficit de tarifa, la compensación por la moratoria nuclear, los incentivos al consumo de carbón autóctono o las retribuciones de la CNE, del Operador del Sistema y del Operador del Mercado.

⁷ Aún así, desde el año 2006 se han venido aplicando subidas de los precios de la electricidad de cierta importancia. De hecho, en algo más de una década, España ha pasado de estar entre los países europeos con la electricidad más barata a estar entre los países de nuestro entorno con la electricidad más cara.

⁸ Cuyo déficit *ex-ante* fue de 1.500 millones de euros mientras que el real de 1.244 millones de euros.

EL FONDO DE TITULIZACIÓN DEL DÉFICIT DEL SISTEMA ELÉCTRICO

| CUADRO 1 DÉFICIT DE TARIFA | | | | | |
|--------------------------------|---------------------------------|--|--------------------------------|-------------------|-----------------------------------|
| Déficit | Importe reconocido (miles €) | Fecha reconocimiento | Período máximo de recuperación | | Tenedor a 31 diciembre 2012 |
| | | | Desde | Hasta | |
| Peninsular 2000-2002..... | 1.522.332 | 25 septiembre 2003 | 31 diciembre 2002 | 31 diciembre 2010 | Amortizado |
| Extrapeñinsular 2001-2002..... | 387.805 | 2 octubre 2007 | 1 enero 2003 | 31 diciembre 2010 | Amortizado |
| Extrapeñinsular 2003-2005..... | 533.409 | 2 octubre 2007 | 1 enero 2005 | 31 diciembre 2019 | FADE/Eléctricas |
| Peninsular 2005..... | 3.830.447 | 30 junio 2006 | 1 julio 2006 | 31 diciembre 2020 | Cedido a terceros |
| Peninsular 2006..... | 2.279.940 | 4 abril 2009 | 1 enero 2007 | 31 diciembre 2021 | FADE |
| Extrapeñinsular 2006..... | 745.594 | 22 abril 2010 | 1 enero 2010 | 31 diciembre 2024 | FADE |
| Peninsular 2007..... | 1.244.436 | 12 junio 2008 | 1 enero 2008 | 31 diciembre 2022 | Cedido a terceros. Subasta CNE |
| Extrapeñinsular 2007..... | 346.620 | 22 abril 2010 | 1 enero 2010 | 31 diciembre 2024 | FADE |
| Peninsular 2008..... | 3.900.000 | 28 diciembre 2007 y 26 junio 2008 (a) | 1 enero 2008 | 31 diciembre 2022 | FADE |
| Extrapeñinsular 2008..... | 467.228 | 22 abril 2010 | 1 enero 2010 | 31 diciembre 2024 | FADE |
| 2009..... | 3.500.000 | 31 diciembre 2009 | 1 enero 2010 | 31 diciembre 2024 | FADE |
| 2010..... | 5.500.000 | 31 diciembre 2010 | 1 enero 2010 | 31 diciembre 2024 | FADE/Eléctricas |
| 2011..... | 3.000.000 | 31 diciembre 2011 | 1 enero 2011 | 31 diciembre 2025 | FADE/Eléctricas |
| 2012 (p)..... | 5.511.198 | 31 diciembre 2012 | 1 enero 2012 | 31 diciembre 2026 | FADE/Eléctricas |

(a) El 28 de diciembre de 2007 se reconocieron 1.200 millones y los restantes 2.700 millones el 26 de junio de 2008.
(p) Previsión.
Fuente: elaboración propia a partir de FADE y CNE.

| CUADRO 2 DEUDA VIVA DEL SISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2012 Desglose por titulares de derechos de cobro | |
|---|---|
| Tenedores de derechos de cobro frente al sistema | Importe pendiente a 31/12/2012 (miles de euros) |
| Cedido a terceros..... | 3.310.101 |
| Déficit peninsular 2005..... | 2.348.819 |
| Déficit <i>ex-ante</i> (a)..... | 961.282 |
| Empresas eléctricas..... | 8.183.616 |
| Extrapeñinsular 2003-2005..... | 28 |
| Déficit 2010..... | 2.155.588 |
| Déficit 2011..... | 2.016.802 |
| Déficit 2012 (b)..... | 4.011.198 |
| FADE..... | 14.417.193 |
| TOTAL..... | 25.910.910 |

(a) Subastado por la CNE, se corresponde con el déficit peninsular 2007.
(b) Desajuste estimado de 2012.
Fuente: elaboración propia a partir de información de la CNE.

que los déficits *ex-ante* sean cero a partir de 2013 (Real Decreto-ley 29/2012, de 28 de diciembre).

En el Cuadro 1 se facilita información sobre el déficit reconocido, si bien, el correspondiente a 2012 es una estimación provisional de la CNE. Entre los años 2000 y 2005 se reconoció en total un déficit de casi 6.274 millones de euros, habiéndose pagado íntegramente a las eléctricas, a través de las tarifas, el déficit tarifario de 2000 a 2002. En el pe-

ríodo 2006-2011 el déficit reconocido fue de casi 21 mil millones de euros. En ese período los mayores déficits se produjeron en 2010 (con 5.500 millones de euros) y 2008 (unos 4.367 millones de euros). En el caso del año 2012, la estimación provisional del déficit de tarifa supera los 5.500 millones de euros (CNE, 2013a), es decir, se ha sobrepasado en algo más de 4.000 millones el déficit *ex-ante* fijado para dicho año.

En el Cuadro 2 se proporciona la deuda viva estimada a 31 de diciembre de 2012 derivada del déficit de tarifa, que ascendía a casi 25.911 millones de euros, y el desglose de los tenedores. De esta cantidad, el 12,8 por 100 estaba cedido a terceros⁹ por las propias empresas eléctricas (el déficit peninsular de 2005) o mediante subasta de la CNE (el déficit peninsular de 2007), el 55,6 por 100 había sido titulado a través del FADE (14.417 millones de euros) y el 31,6 por 100 restante (unos 8.184 millones de euros) se encontraba pendiente de titular, estando en poder de las eléctricas. ▷

⁹ A agentes financieros.

3. El Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico

El FADE se constituyó el 14 de enero de 2011 con objeto de facilitar la titulización del déficit de tarifa que poseen las generadoras del sector eléctrico, que son las cedentes al fondo. Los bonos emitidos por el FADE gozan del aval del Estado. El saldo nominal pendiente de pago de los fondos no puede superar el saldo vivo máximo autorizado de aval del Estado, que en la actualidad es de 22 mil millones de euros, ampliable hasta los 25 mil millones. Además del aval del Estado, se cuenta con una línea de crédito del Instituto de Crédito Oficial (ICO), por importe de hasta 2.000 millones de euros, para cubrir eventuales desfases de tesorería, esto es, para el pago del principal de los bonos, intereses de éstos o costes iniciales de nuevas emisiones.

El fondo carece de personalidad jurídica y está gestionado por Titulización de Activos, SGFT, SA. Una Comisión Interministerial, presidida por el Secretario de Estado de Energía¹⁰, es la encargada de velar por el correcto cumplimiento de las tareas encomendadas a la gestora del fondo (Real Decreto 437/2010, de 9 de abril).

Salvo liquidación anticipada del fondo, su actividad finalizará, a más tardar, el 25 de enero de 2034, pudiendo realizar emisiones hasta el 25 de enero de 2031, mientras que podrá adquirir derechos de cobro del déficit tarifario hasta el 25 de enero de 2016.

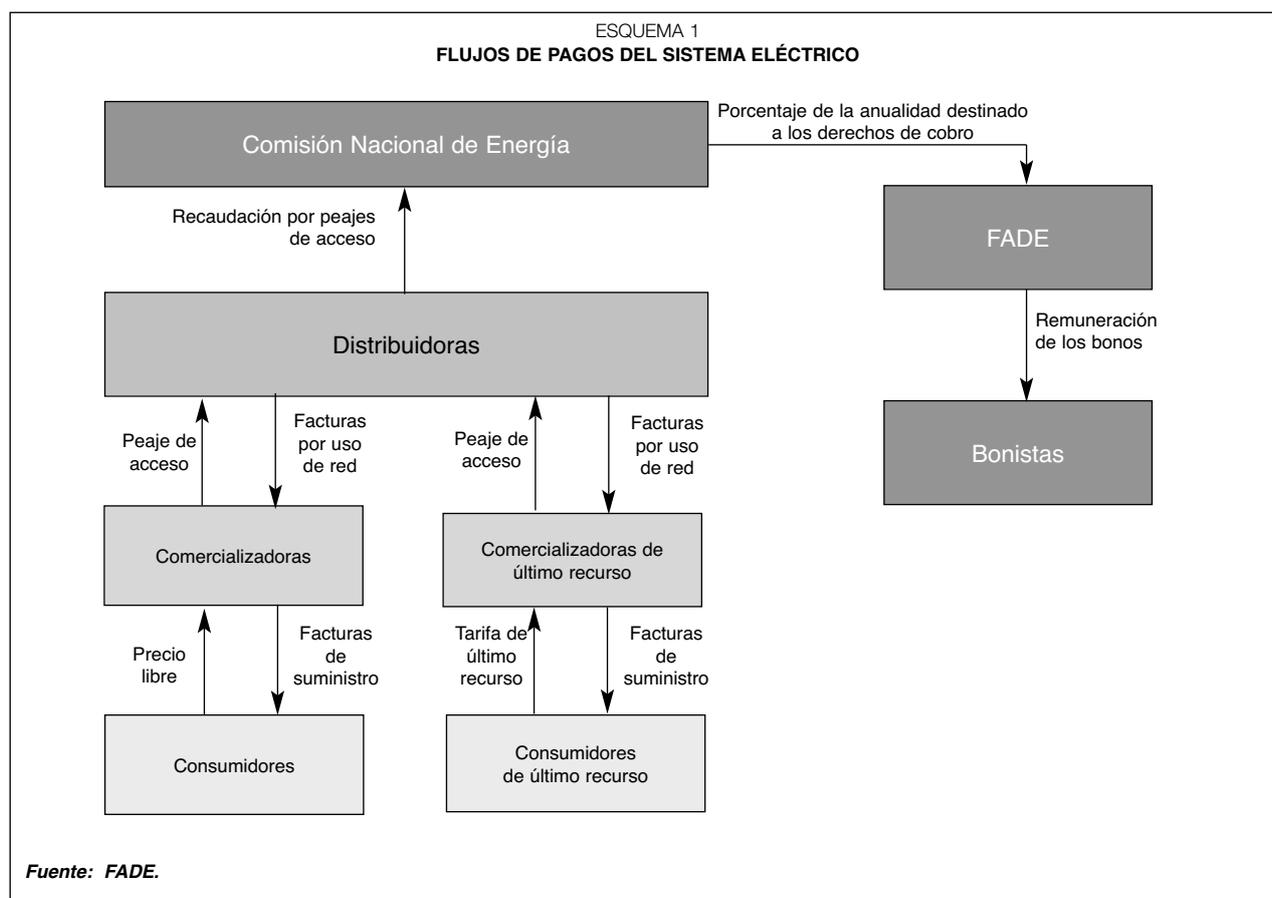
El procedimiento de funcionamiento del FADE es el siguiente. Los titulares iniciales (empresas eléctricas) del déficit de tarifa deben comunicar a la CNE y a la sociedad gestora del fondo su intención de ceder total o parcialmente sus derechos de cobro al FADE, mientras que la cesión efectiva de derechos de cobro por parte de las eléctricas se hace por el importe efectivo de las emisiones de

bonos del FADE. El precio de cesión de los derechos de cobro del déficit tarifario es el importe pendiente de cobro en el momento de la cesión. Dicho importe resulta de actualizar el importe pendiente a 31 de diciembre del año inmediatamente precedente que calcula anualmente la CNE, al incrementarse con los intereses anuales reconocidos que le correspondan de acuerdo al tiempo transcurrido de dicho año y minorarse con la parte pagada en las liquidaciones devengadas hasta ese momento de la anualidad reconocida para dicho año.

El FADE transforma los derechos de cobro del déficit tarifario que le son cedidos en distintos valores de renta fija que son susceptibles de negociar en mercados de valores organizados o regulados. Todos los derechos cedidos al fondo en cada momento sirven de respaldo para el pago de todas las obligaciones derivadas de todos los bonos emitidos por el fondo. La fecha de vencimiento mínima de los bonos es de un año y la máxima de 16 años. Sólo los bonos con una fecha de vencimiento de entre uno y dos años pueden contar con rendimiento implícito (cupón cero). Las emisiones del FADE pueden ser tanto para titularizar el déficit de tarifa como para refinar series emitidas con anterioridad. Además, las emisiones pueden referirse a la emisión de una nueva serie de bonos o a la ampliación del importe de una serie emitida con anterioridad.

La emisión de los bonos se puede realizar o bien a precio convenido o estimado con las entidades financieras que dirijan la colocación, que debe ser aprobado por la Comisión Interministerial, o bien mediante un procedimiento de subasta. La Comisión Interministerial es también la encargada de convocar, en su caso, las subastas y determinar los plazos y condiciones de las mismas. La crisis de la deuda soberana hizo que el FADE tuviera ya en 2011 problemas para obtener financiación. En esas circunstancias, en septiembre de ese año (Real Decreto 1307/2011, de 26 de septiembre), se flexibilizó el procedimiento para llevar a cabo la emisión de instrumentos financieros por parte del fondo, al permitirle realizar colocaciones privadas entre un pequeño grupo de inversores (una o varias entidades financieras). ▷

¹⁰ Los otros miembros de la Comisión son el Director General de Política Energética y Minas, el Secretario de Estado de Economía y el Director General del Tesoro y Política Financiera. Además, el Abogado del Estado Jefe del área de Industria y Energía de la Abogacía del Estado del Ministerio de Industria, Energía y Turismo es el Secretario de la Comisión, con voz pero sin voto.



La amortización y el pago de intereses de los bonos está vinculada a la generación de ingresos por parte del sistema eléctrico español, dado que son un coste permanente del sistema eléctrico, incluido como tal en los peajes de acceso (o costes de acceso a las redes de distribución), por una cuantía anual tal que permita su recuperación en quince años desde la fecha de cesión de cada uno de los derechos de cobro al fondo (Real Decreto 437/2010, de 9 de abril). En las tarifas de acceso se incluye además de la rentabilidad que se paga a los bonistas por los títulos emitidos por el fondo, las comisiones de las entidades colocadoras de las emisiones y 30 puntos básicos para cubrir tanto el coste financiero derivado de la posible diferencia entre el saldo vivo de los derechos de cobro cedidos y de los instrumentos financieros emitidos por el fondo como los costes del FADE.

Como se muestra en el Esquema 1, las distribuidoras son las encargadas de recaudar los peajes de

acceso a las comercializadoras¹¹, que previamente los cargan a los consumidores finales, tanto del mercado libre como los acogidos a la tarifa de último recurso (TUR)¹². Por su parte, las distribuidoras ingresan los peajes de acceso en la CNE, que es la que paga al fondo para hacer frente a la amortización e intereses de los bonos. Este es el mismo mecanismo que se utiliza y utilizaba hasta ahora para financiar el déficit de tarifa que está en manos de las eléctricas o cedido a terceros.

Los bonos emitidos por el FADE se contabilizan como deuda pública del Estado al estar clasificado el fondo en el sector de las Administraciones Públicas, sin embargo, no son déficit público, al ser activos ▷

¹¹ Como excepción algunos consumidores adquieren la electricidad directamente a las generadoras, en cuyo caso estos consumidores pagan directamente a los distribuidores los peajes de acceso.

¹² La TUR es una tarifa regulada a la que se pueden acoger los consumidores con una potencia contratada de hasta 10 KW, que además de los peajes de acceso incorpora el precio de la energía que se fija en las subastas CESUR.

CUADRO 3
EMISIONES DE BONOS ELÉCTRICOS DEL FADE

| Emisión | Nombre de la emisión | Tipo | Fecha de emisión | Nominal (Mill. €) | Tipo de interés | Tasa interna de retorno (TIR) | Fecha de vencimiento |
|------------------------|----------------------------|-----------|--------------------|-------------------|-----------------|-------------------------------|----------------------|
| 1 ^a | Serie 1 | Sindicada | 14 Enero 2011 | 2.000 | 4,8 | 4,883 | 17 Marzo 2014 |
| 2 ^a | Serie 2 | Sindicada | 18 Febrero 2011 | 2.000 | 5,0 | 5,086 | 17 Junio 2015 |
| 3 ^a | Serie 3 | Sindicada | 25 Marzo 2011 | 2.000 | 5,9 | 5,988 | 17 Marzo 2021 |
| 4 ^a | Serie 4 | Sindicada | 16 Mayo 2011 | 1.000 | 5,6 | 5,626 | 17 Septiembre 2018 |
| 5 ^a | Serie 5 | Sindicada | 30 Septiembre 2011 | 1.500 | 4,4 | 4,483 | 17 Septiembre 2013 |
| 6 ^a | Ampliación Serie 4 | Privada | 18 Noviembre 2011 | 325 | 5,6 | 6,420 | 17 Septiembre 2018 |
| 7 ^a | Serie 6 | Privada | 18 Noviembre 2011 | 125 | 5,0 | 7,701 | 17 Diciembre 2026 |
| 8 ^a | Ampliación Serie 2 | Privada | 30 Noviembre 2011 | 125 | 5,0 | 6,715 | 17 Junio 2015 |
| 9 ^a | Serie 7 | Privada | 9 Diciembre 2011 | 125 | 5,0 | 7,805 | 17 Junio 2026 |
| 10 ^a | Ampliación Serie 5 | Privada | 20 Diciembre 2011 | 566 | 4,4 | 4,930 | 17 Septiembre 2013 |
| 11 ^a | Ampliación Serie 1 | Privada | 20 Diciembre 2011 | 140 | 4,8 | 4,717 | 17 Marzo 2014 |
| 12 ^a | Ampliación Serie 2 | Privada | 31 Enero 2012 | 235 | 5,0 | 4,110 | 17 Junio 2015 |
| 13 ^a | Ampliación Serie 1 | Privada | 31 Enero 2012 | 212 | 4,8 | 3,750 | 17 Marzo 2014 |
| 14 ^a | Ampliación Serie 2 | Privada | 3 Febrero 2012 | 340 | 5,0 | 3,670 | 17 Junio 2015 |
| 15 ^a | Ampliación Serie 1 | Privada | 7 Febrero 2012 | 153 | 4,8 | 3,360 | 17 Marzo 2014 |
| 16 ^a | Ampliación Serie 2 | Privada | 7 Febrero 2012 | 150 | 5,0 | 3,734 | 17 Junio 2015 |
| 17 ^a | Serie 8 | Privada | 7 Febrero 2012 | 200 | 3,4 | 3,463 | 17 Diciembre 2014 |
| 18 ^a | Serie 9 | Privada | 10 Febrero 2012 | 236,1 | 6,25 | 6,370 | 17 Marzo 2025 |
| 19 ^a | Serie 10 | Privada | 15 Febrero 2012 | 580 | 6,46 | 6,663 | 17 Marzo 2027 |
| 20 ^a | Ampliación Serie 9 | Privada | 15 Febrero 2012 | 133,7 | 6,25 | 6,488 | 17 Marzo 2025 |
| 21 ^a | Serie 11 | Privada | 22 Febrero 2012 | 125 | 6,5 | 6,610 | 17 Marzo 2026 |
| 22 ^a | Serie 12 | Privada | 29 Febrero 2012 | 844 | 4,875 | 4,917 | 17 Diciembre 2017 |
| 23 ^a | Ampliación Serie 9 * | Privada | 31 Octubre 2012 | 122,5 | 6,25 | 6,781 | 17 Marzo 2025 |
| 24 ^a | Ampliación Serie 4 * | Privada | 7 Noviembre 2012 | 75 | 5,6 | 5,486 | 17 Septiembre 2018 |
| 25 ^a | Ampliación Serie 3 | Privada | 7 Noviembre 2012 | 76 | 5,9 | 6,244 | 17 Marzo 2021 |
| 26 ^a | Ampliación Serie 4 | Privada | 16 Noviembre 2012 | 110 | 5,6 | 5,441 | 17 Septiembre 2018 |
| 27 ^a | Serie 13 | Sindicada | 7 Diciembre 2012 | 1.750 | 4,0 | 4,120 | 17 Diciembre 2015 |
| 28 ^a | Ampliación Serie 12 | Privada | 14 Diciembre 2012 | 100 | 4,875 | 5,059 | 17 Diciembre 2017 |
| 29 ^a | Ampliación Serie 4 | Privada | 21 Diciembre 2012 | 155 | 5,6 | 5,211 | 17 Septiembre 2018 |
| 30 ^a | Ampliación Serie 4 | Privada | 28 Diciembre 2012 | 160 | 5,6 | 4,978 | 17 Septiembre 2018 |
| 31 ^a | Serie 14 ** | Sindicada | 16 Enero 2013 | 1.000 | 4,1 | 4,241 | 17 Marzo 2017 |
| 32 ^a | Serie 15 | Privada | 8 Febrero 2013 | 89 | 5,75 | 5,957 | 17 Diciembre 2026 |
| 33 ^a | Ampliación Serie 3 | Privada | 13 Febrero 2013 | 154,8 | 5,9 | 5,347 | 17 Marzo 2021 |
| 34 ^a | Ampliación Serie 6 | Privada | 13 Febrero 2013 | 75 | 5,0 | 6,169 | 17 Diciembre 2026 |
| 35 ^a | Ampliación Serie 3 | Privada | 22 Febrero 2013 | 87 | 5,9 | 5,107 | 17 Marzo 2021 |
| 36 ^a | Ampliación Serie 3 | Privada | 13 Marzo 2013 | 83,2 | 5,9 | 5,044 | 17 Marzo 2021 |
| 37 ^a | Serie 16 | Sindicada | 15 Marzo 2013 | 1.500 | 3,875 | 3,920 | 17 Marzo 2018 |
| TOTAL TODAS LAS SERIES | | | | 18.652,3 | | | |

* La finalidad de la ampliación ha sido refinanciar la serie 5.

** El 30% de la serie tiene por finalidad refinanciar la serie 5.

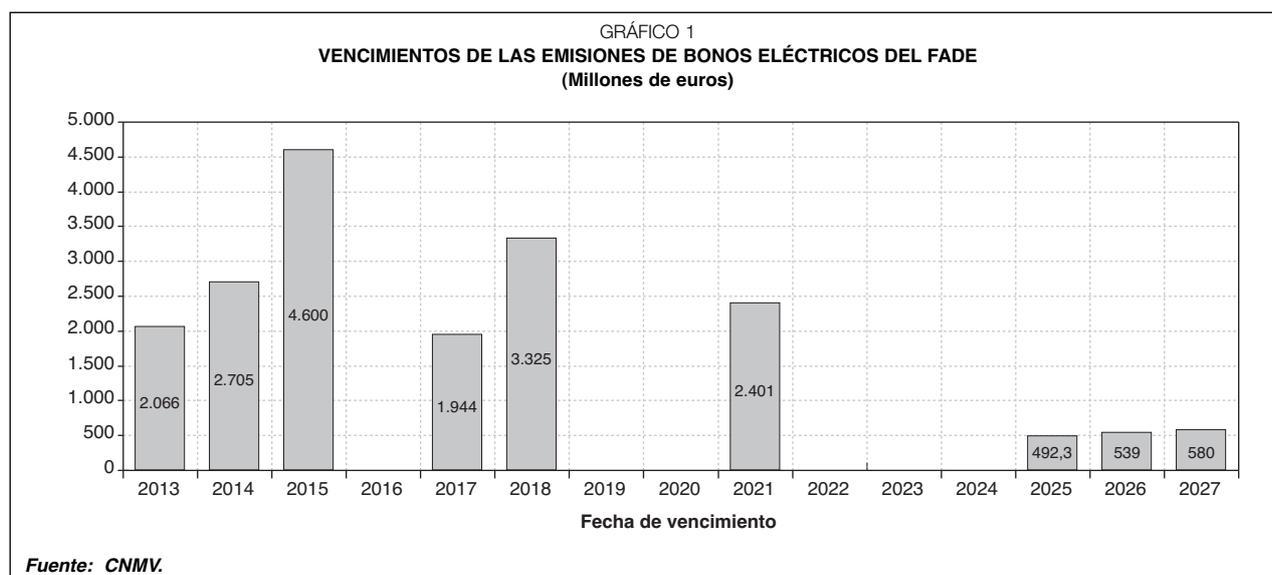
Fuente: CNMV.

financieros que se reembolsan con los peajes de acceso.

4. Emisiones de bonos del FADE

En el Cuadro 3 se facilita la información sobre las emisiones de bonos realizadas por el FADE.

Aunque la legislación lo permite, por el momento, el FADE no ha llevado a cabo ninguna subasta de los derechos de cobro del déficit de tarifa, habiéndose decantado inicialmente por emisiones sindicadas y colocaciones privadas. En las sindicaciones se contrata a un grupo de bancos que coloca los bonos directamente a inversores, a un precio acordado. ▷



Hasta marzo de 2013 ha habido 37 emisiones, por un importe nominal de 18.652 millones de euros¹³. Algo menos de la mitad de este importe se obtuvo con las cinco primeras emisiones. El deterioro de las condiciones de financiación, que se hizo palpable después de la tercera emisión, retrasó la colocación del déficit de tarifa, de manera que entre la tercera y quinta emisión transcurrieron más de seis meses, a la vez que el nominal de las emisiones cuarta y quinta se redujo respecto a las precedentes. La crisis de la deuda soberana impidió nuevas emisiones sindicadas. En esta coyuntura, desde noviembre de 2011 se ha asistido a un goteo de colocaciones privadas de escasa cuantía, que, en su gran mayoría, fueron ampliaciones de series emitidas previamente, salvo tres emisiones sindicadas que se realizaron, aprovechando la mejora de las condiciones de mercado, en diciembre de 2012 y en enero y marzo de 2013.

Por lo que se refiere al tipo de interés pagado, cabe señalar cómo a pesar de que los bonos cuentan con el aval del Estado, el mercado ha exigido un diferencial con el bono español de entre 98 y 53 puntos básicos por la menor liquidez de los bonos

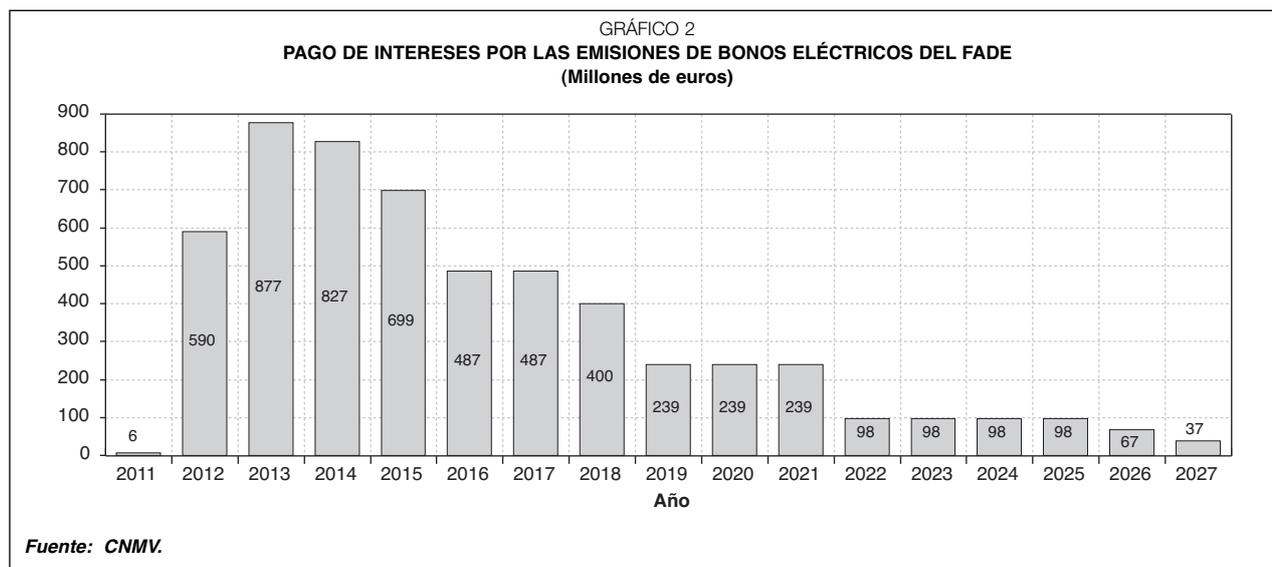
del FADE en el mercado secundario. Además, dicho tipo de interés ha sido muy superior al que se les había reconocido a las empresas eléctricas por el déficit de tarifa, que en general era el euribor a tres meses del mes de noviembre del año anterior¹⁴, si bien, para el déficit de 2009 se le añade un diferencial de 20 puntos básicos y para el déficit del 2010 y del 2011 provisionalmente¹⁵ es del 2 por 100, no habiéndose aún fijado un tipo de interés para el año 2012.

En el Gráfico 1 se han representado los vencimientos de las emisiones de bonos del FADE. Como se puede apreciar en dicho gráfico, en los próximos tres años, incluido el actual, se van a producir vencimientos importantes. En este contexto y ante la necesidad de hacer frente al primer vencimiento de los bonos emitidos por el fondo, correspondiente a la serie 5 (emisiones quinta y décima) que se producirá en septiembre de 2013, por un valor de 2.066 millones de euros, desde finales de octubre de 2012 se han llevado a cabo tres emisiones para refinanciar las emisiones de dicha serie (aunque en una de ellas, la emisión 31^a, sólo el 30 por 100 de la misma tiene esta finalidad y el 70 por 100 restante se ha destinado a titularizar derechos de cobro del déficit tarifario que tenían ▷

¹³ Al haberse emitido parte de las series con descuento, el importe efectivo de las emisiones es de 18.639 millones de euros. De esta cantidad, 18.143 millones se han destinado a titularizar déficit tarifario y el resto a refinanciar emisiones anteriores. Asimismo, el valor a 21 de marzo de 2013 del déficit titulado por el fondo asciende a 17.097 millones de euros.

¹⁴ En concreto, el euribor a tres meses fue del 1,042, 1,485 y 0,192 en los meses de noviembre de 2010, 2011 y 2012, respectivamente.

¹⁵ Hasta que se desarrolle una metodología de cálculo definitiva.



las eléctricas), con las que se han obtenido unos 497 millones de euros para esa finalidad. Si los restantes 1.569 millones no se financian con los peajes de acceso, el FADE deberá realizar en los próximos meses nuevas emisiones para su refinanciación. Debe tenerse en cuenta que además este año habrá que pagar otros 877 millones de euros en concepto de intereses por los bonos ya emitidos¹⁶ (Gráfico 2). En los próximos dos años el importe de los vencimientos va a ser incluso mayor, 2.705 millones en 2014 y 4.600 millones en 2015.

Por otro lado, después de la última emisión realizada en marzo de 2013 (la 37^a), se estima que las empresas eléctricas tienen unos 5.500 millones de euros que podrían ceder al fondo. En consecuencia, es de esperar que a lo largo del presente año y si las condiciones financieras lo permiten, el FADE lleve a cabo nuevas emisiones por un importe superior al efectuado en 2012, que no llegó a los 6.000 millones de euros. Asimismo, cabe hacer hincapié en el hecho de que, al haberse suprimido la obligación de no generar nuevos déficits de tarifa a partir de 2013¹⁷, el montante del déficit susceptible de ser cedido al FADE podría, si así se decidiese, aumentar.

¹⁶ Dado que en los peajes de acceso fijados para el año 2013 se destinan 1.632 millones de euros para el FADE, parece que será necesario emitir nuevas emisiones para la refinanciar los vencimientos de este año o utilizar la línea del ICO.

¹⁷ De hecho, el déficit de la primera liquidación de 2013 efectuada por la CNE es de 692 millones de euros.

5. Conclusiones

Desde hace más de una década el sector eléctrico ha ido acumulando un déficit de tarifa que se les ha reconocido a las principales empresas eléctricas y que, a medida que se iba haciendo más voluminoso, resultaba más difícil titular. Con objeto de facilitar su titularización se constituyó el FADE, que es el encargado de colocar los derechos de cobro del déficit tarifario con el aval del Estado. A pesar de las adversas condiciones financieras con las que se ha encontrado el FADE, en poco más de dos años ha emitido bonos por un valor nominal de 18.652 millones de euros, quedando aún en torno a 5.500 millones de euros susceptibles de ceder al fondo.

Bibliografía

- [1] COMISIÓN NACIONAL DE ENERGÍA (2009): Nota informativa sobre la estimación del déficit tarifario a 31 de diciembre de 2009, 9 de abril.
- [2] COMISIÓN NACIONAL DE ENERGÍA (2012A): Informe sobre el sector energético español, 7 de marzo.
- [3] COMISIÓN NACIONAL DE ENERGÍA (2012B): Informe 35/2012 de la CNE sobre la propuesta de ▷

EL FONDO DE TITULIZACIÓN DEL DÉFICIT DEL SISTEMA ELÉCTRICO

- orden por la que se establecen los peajes de acceso a partir de 1 de enero de 2013 y las tarifas y primas de las instalaciones del régimen especial, 20 de diciembre.
- [4] COMISIÓN NACIONAL DE ENERGÍA (2013A): Informe sobre los resultados de la liquidación provisional n° 13 de 2012 y verificaciones practicadas. Sector eléctrico, 7 de marzo.
- [5] COMISIÓN NACIONAL DE ENERGÍA (2013B): Informe sobre los resultados de la liquidación provisional n° 1 de 2013 y verificaciones practicadas. Sector eléctrico, 14 de marzo.
- [6] FONDO DE TITULIZACIÓN DEL DÉFICIT DEL SISTEMA ELÉCTRICO (2010): Folleto de base, 7 de octubre.
- [7] FONDO DE TITULIZACIÓN DEL DÉFICIT DEL SISTEMA ELÉCTRICO (2012): Folleto de renovación del folleto de base, 27 de noviembre.
- [8] FONDO DE TITULIZACIÓN DEL DÉFICIT DEL SISTEMA ELÉCTRICO (Varios): Folleto de emisión.

