

## INVERSIÓN EN CONCESIONES DE INFRAESTRUCTURA

Las inversiones en infraestructura representan una porción significativa y creciente de las inversiones en activos alternativos a nivel global. En este artículo ofrecemos un breve resumen de la industria, perfil de los inversionistas y características de las inversiones en infraestructura en Chile.

Por Francisco Barañao, CFA. Gerente General de Sociedad Concesionaria Embalse Convento Viejo S.A.

Los activos de infraestructuras se clasifican dentro de los activos alternativos. Esta categoría incluye activos como energía, agua, telecomunicaciones, etc.

Esta columna está orientada específicamente a las oportunidades de inversión en concesiones de infraestructura reguladas por la ley de concesiones en Chile, desde el punto de vista de un inversionista financiero.

Desde los años 90, esta ley ha otorgado un marco jurídico estable para el desarrollo de la industria. Dentro de los elementos del marco legal se destacan:

- La transparencia del sistema de licitación en el que los proyectos, algunos de ellos con importes de inversión muy significativos, se adjudican literalmente en vivo y en directo a la mejor propuesta económica, sin ninguna injerencia del Estado.
- Un sistema de resolución de controversias justo y equilibrado, que impide el abuso por parte del Estado por sobre los privados; incentivando así la participación de los grandes actores internacionales de la industria, que compiten por los proyectos buscando las mejores condiciones económicas. Esto favorece tanto a la billetera del Estado como a los usuarios de la infraestructura.
- La figura de las iniciativas privadas, mediante la cual cualquier persona natural o jurídica podrá postular ante el Ministerio la ejecución de obras públicas mediante el Sistema de Concesiones. Además, el proponente tiene un derecho a un premio en la evaluación de su oferta, en caso de que la iniciativa sea llamada a licitación para su ejecución.

- La “Prenda Especial de la Concesión”, que faculta expresamente a la sociedad concesionaria para preñar la concesión. Puede recaer sobre el derecho de concesión de obra pública, los pagos comprometido por el Estado a la sociedad concesionaria, o sobre los ingresos de la sociedad. La prenda de la concesión puede ser otorgada por el concesionario a los financiadores de la obra o de su operación o en la emisión de títulos de deuda. Esta garantía ha resultado fundamental al momento de financiar estos proyectos a través de bancos o de bonos emitidos en el mercado de capitales.

En Chile, hoy existen 73 concesiones en construcción y operación que incluyen autopistas urbanas e interurbanas, puertos, aeropuertos, estacionamientos, hospitales, cárceles y embalses entre otros.

Tradicionalmente, los proyectos se califican como “Greenfield” cuando se trata de una infraestructura totalmente nueva, y “Brownfield” cuando el proyecto ya cuenta con infraestructura existente. Recientemente ha surgido la categoría de “Yellowfield” para proyectos en etapa avanzada de desarrollo. Cada una de estas categorías otorga a los inversionistas distintos importes de inversión, tipos de riesgo y niveles de rentabilidad.

Por la predictibilidad de los flujos, al menos en comparación con otros modelos de negocios, y por la duración limitada de las concesiones, en vez de utilizar los indicadores financieros tradicionales, estos negocios se analizan mediante modelos analíticos con proyecciones financieras detalladas de los flujos de caja, incluyendo la inversión, los flujos de operación y los flujos a los accionistas. Estas proyecciones son la

base para el diseño de la estructura financiera y para la valoración del capital de las concesionarias. Muchas veces estos modelos analíticos forman parte integral de los contratos de deuda para el financiamiento de estos proyectos.

Es habitual que las concesiones de infraestructura sean adjudicadas inicialmente a promotores con experiencia en el negocio y que pueden hacerse cargo de los riesgos del proyecto en etapa de construcción. A nivel internacional destacan ACS, Cintra, Vinci, Macquarie, Meridiam, Bouygues, John Laing, Sacyr, Egis, Globalvia y OHL. En Chile los más importantes son Besalco, Belfi, Icafal y Agunsa, entre otros.

Una vez terminada la etapa de construcción, los flujos residuales tienen ya mucho menor riesgo y se convierten en activos atractivos para inversionistas de largo plazo que no requieren liquidez, como compañías de seguro y fondos de pensiones. A nivel internacional, algunos de estos actores son CPP Investments, Ontario Teachers' Pension Plan, California Public Employees' Retirement System (CalPERS) y Brookfield Infrastructure Partners.

Existen varias formas de invertir en concesiones de infraestructuras:

#### **Bonos emitidos por concesiones de infraestructura**

Muchas veces los proyectos de infraestructura se financian mediante emisiones de deuda en los mercados de capitales, habitualmente bajo la modalidad de financiamiento de proyectos donde la deuda se repaga sólo con los flujos del negocio, sin garantías de los accionistas. Por lo mismo, estos instrumentos contemplan cláusulas para proteger los intereses de los tenedores de bonos como exigencias de clasificaciones de riesgo, proyecciones de ingresos realizadas por expertos independientes, contratación de empresas de ingeniería que controlan el cumplimiento de las obligaciones definidas en los contratos financieros, obligación de mantener saldos de caja en cuentas de reserva, y restricciones estrictas para el manejo de la caja y el reparto de dividendos.

Generalmente los bonistas no asumen el riesgo de construcción, pues éste es traspasado a la empresa constructora, muchas veces vinculada al promotor, a través de un contrato de construcción con un precio cerrado y garantías de cumplimiento.

También hay bonos emitidos por empresas holding de varias concesionarias. Es el caso de Brookfield Americas Infrastructure Holdings Chile I S.A., que tiene el control de las concesiones viales Vespucio Norte Express S.A. y Túnel San Cristóbal S.A. Estos instrumentos permiten diversificar al menos parcialmente el riesgo idiosincrático de una concesión específica.

#### **Inversión directa en empresas de concesiones**

También es posible invertir directamente en la propiedad de concesionarias de infraestructura. La ventaja de esta alternativa es la posibilidad de negociar directamente el pacto de accionistas con el promotor antes de la licitación, y también las condiciones de la misma licitación, en particular la rentabilidad, el apalancamiento y el nivel de riesgo. Asimismo, es posible invertir a través de instrumentos híbridos como deudas subordinadas o mezzanine. Un problema de invertir al momento de la licitación es que el proceso de análisis y negociación requiere tiempo y recursos, que se pierden por completo si no se adjudica el proyecto. Otros problemas de la inversión directa son la poca liquidez y la dificultad para conseguir una valoración de mercado para la inversión.

#### **Inversión en fondos de infraestructura**

Se trata de fondos de inversión en proyectos de infraestructura que permiten obtener diversificación mediante la inversión en la propiedad de varios activos, con la ventaja de la liquidez y transparencia del precio. En Chile, algunos de éstos son: Fondo de Inversión Infraestructura de BTG Pactual, Infraestructura Chile I de Banchile Inversiones, Ameris Infraestructura I de Ameris, Prime Infraestructura y Prime Infraestructura II de CMB, CMB-LV Infraestructura III en conjunto con Larraín Vial, y varios fondos de infraestructura de Toesca.

## **Inversión en concesiones a través de empresas cotizadas**

En el extranjero hay empresas de infraestructuras que están cotizadas en bolsa, como Itínere en España. En Chile las acciones de Besalco se transan en la bolsa de comercio y tiene participaciones directas en concesiones de infraestructura. Aunque el tamaño de sus inversiones representa una fracción menor del valor de su patrimonio, entrega cierta exposición al negocio a través de la combinación de su rol como constructor, promotor y operador.

Algunas razones para invertir en activos de infraestructura:

- En general, son activos resilientes frente a variaciones en la economía porque se trata de servicios esenciales, muchas veces monopólicos, que no se interrumpen por las variaciones del ciclo económico.
- En este sentido, es importante recordar que el riesgo de los flujos de caja depende no sólo del comportamiento de los flujos operativos sino también, y de forma muy importante, del nivel de deuda. Hasta el proyecto más seguro puede entrar en problemas ante pequeñas variaciones del negocio cuando está muy apalancado. Hay un largo historial de concesionarias en el mundo que han entrado en insolvencia por buscar aumentar la TIR del accionista a costa de aumentar la deuda, olvidando que el aumento de rentabilidad se paga con aumento de riesgo de los flujos a los accionistas.
- Al tener un comportamiento que depende de variables diferentes a otras clases de activos, permiten diversificar el portafolio y mejorar la frontera de inversión.
- El “duration” de los flujos puede ser muy largo, lo que resulta especialmente atractivo para compañías de seguros y fondos de pensiones, ya que en la medida que las fechas de los flujos de las inversiones se ajustan a las necesidades de caja futuras, los compromisos de estas compañías se protegen ante las variaciones de las tasas de interés.

- En Chile el modelo de negocios está probado, ha sido exitoso y sigue atrayendo a inversionistas nacionales e internacionales.
- Como las tarifas están calculadas en UF, estos activos están naturalmente protegidos frente a la inflación.

*Francisco Barañao, CFA, es Gerente General de Sociedad Concesionaria Embalse Convento Viejo S.A. Los socios de la empresa son Besalco, Belfi y Brotec.*