

Sumas y restas para el capital privado en la financiación de la infraestructura

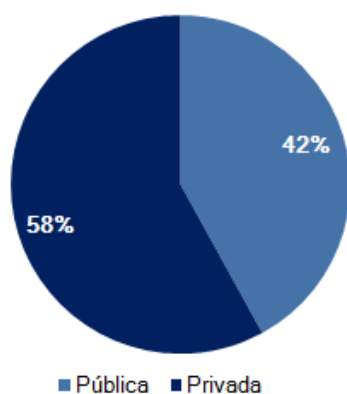
Camilo Soto Franky
Socio Director
Valfinanzas Banca de Inversión

El país tiene en buena cuenta por delante el reto de ejecutar con éxito la infraestructura definida en el Plan de Desarrollo 2006 - 2010 y de manera especial aquellos involucrados directamente al sector tienen el reto de capitalizar las oportunidades que se abren con la meta de inversión anunciada por un valor de \$55 billones.

Han pasado algunos meses desde que este anuncio se hizo público y mucho se ha debatido sobre las cifras, sobre la efectividad de este plan frente a las necesidades de infraestructura del país y, en particular, sobre la verdadera posibilidad de que estos proyectos se constituyan en un motor de reactivación económica por ser una política contracíclica. No obstante la amplitud de las discusiones y el tiempo que ha pasado desde el anuncio oficial, muy poco se ha analizado sobre las posibilidades de financiación por capital privado de este programa. Tampoco se ha evaluado la relación entre el componente de deuda frente al capital o *equity* requerido para su desarrollo. En igual sentido resulta interesante analizar algunas implicaciones sobre el mercado de constructores de obra civil nacionales, su tamaño y posibilidades de ser protagonistas, todo lo cual sin duda traerá efectos sobre otros jugadores clave de la industria.

Inversión total en infraestructura 2009

55 Billones



Fuente: DNP

Para resolver los interrogantes sobre las sumas y restas de la financiación de la infraestructura, resulta práctico empezar por entender qué porción de los \$55 billones corresponde efectivamente a proyectos que demandarán la participación privada en su desarrollo y, por ende, iniciarán la búsqueda de fuentes de financiamiento de *equity* y deuda. En primer lugar deben descartarse de esta suma los \$23 billones que corresponden a inversión pública, el 55% de los cuales (\$12.6 billones) se trata de inversión de Ecopetrol, mayoritariamente financiada con su operación, deuda fondeada en el exterior y la banca local a

través de sindicación de bancos. Con esta financiación ya asegurada desapareció el riesgo de que ésta afectara la disponibilidad de liquidez y presionara un *crowding out* al sector privado.

Así las cosas, del total de inversión en infraestructura, \$32 billones serán desarrollados por el sector privado que debería competir con el Gobierno Nacional en la carrera por financiación. No obstante, al analizar detenidamente la composición de esta suma, es posible depurarla e identificar aquellos sectores que bien sea por su naturaleza o porque fueron clasificados como “inversión privada” por el Departamento Nacional de Planeación (DNP), no necesariamente competirán por recursos para su financiación.

Inversión privada por sectores		
Sector	Billones COP	% Inversión privada
Minas y energía	13.9	43%
Vivienda	10.5	33%
Telecomunicaciones	3.2	10%
Transporte no urbano	2.1	7%
Transporte urbano	1.3	4%
Agua	1.1	3%
Total inversión privada	32	100%

Fuente: DNP.

En primer lugar, es posible inferir que el desarrollo de programas de vivienda por un total de \$10.5 billones será financiado principalmente a través de esquemas de subsidios a la demanda, el esquema de preventa, así como también las líneas de crédito tradicionales que otorga el sistema financiero. No se prevé que el desarrollo de esta inversión genere una competencia por recursos frente a otro tipo de proyectos, ya que el país ajustó su esquema de financiación y aprendió las lecciones de la crisis hipotecaria de finales de los años noventa. De hecho, en este tiempo se han desarrollado mecanismos de generación de liquidez al sector financiero que permiten la recirculación de los recursos a través de la Titularizadora Colombia y esquemas como los REIT que fomentan el desarrollo de un mercado secundario líquido en el mercado de capitales.

De igual forma podría pensarse para el caso del sector de hidrocarburos. En éste el sector privado invertirá \$10.8 billones, de los cuales cerca del 75% corresponde a contratos de asociación según la información del DNP. Por la naturaleza de este sector y el esquema contractual definido, su financiación es provista por el socio privado, que a su vez se financia a través de su casa matriz en el exterior, sin que se genere una presión significativa por recursos domésticos.

Por su parte, el caso de la inversión de \$2.3 billones de los sectores de agua y energía, en el que se clasifican empresas y proyectos como la Empresa de

Acueducto de Bogotá, las hidroeléctricas de Flores y Porce III, las inversiones relacionadas con los cargos de confiabilidad y las redes de transmisión, permite pensar que su financiación no genera una presión directa a la financiación del resto de la infraestructura que desarrollará el sector privado. Incluso algunos de estos proyectos han logrado, de forma extraordinaria, el aval de la Nación.

De esta forma, al descontar de los \$32 billones de inversión privada las cifras mencionadas, se concluye que cerca de una tercera parte (entre \$8 y \$10 billones) demandará del esfuerzo de actores privados en busca de fuentes de recursos para su financiamiento en el mercado local y en el exterior.

Evaluar las fuentes del exterior resulta complejo, más aun en medio de la crisis de confianza por la que aún transita el mundo, frente a lo cual, a pesar del anuncio del final de la recesión mundial por parte del FMI, la reacción de los mercados financieros deberá ser cautelosa. Como es sabido, la dificultad para acceder a estas fuentes está relacionada directamente con la evaluación de Colombia dada por las calificadoras de riesgo, cuyo cambio ha sido esperado desde hace algún tiempo, pero aún el país no recobra el grado de inversión.

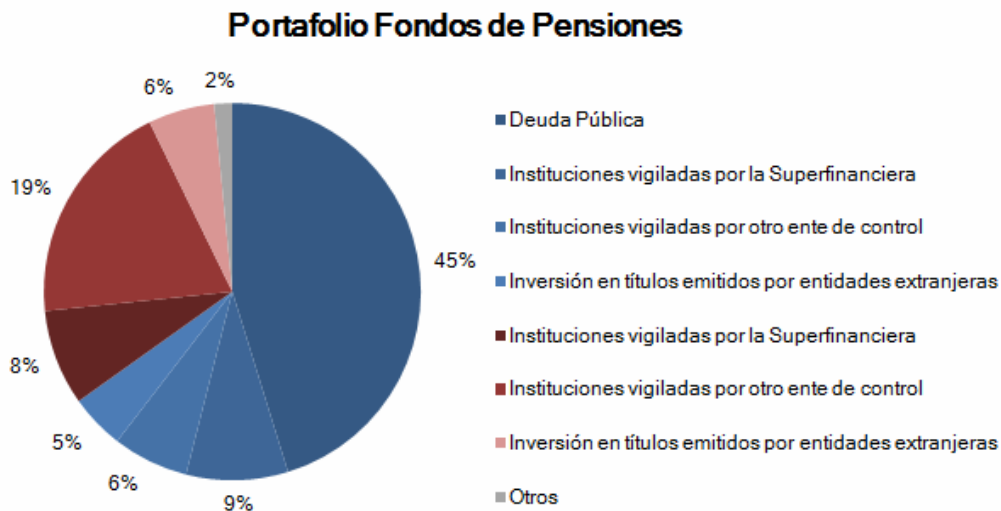
En contraste, el panorama del mercado local es más predecible dados los siguientes factores: i) la claridad del modelo bancario con el que el sector financiero tradicional ha participado en estos proyectos, ii) el importante desarrollo del mercado de capitales no intermediado, muestra de ello es la significativa actividad del mercado de bonos en 2009, y iii) las manifestaciones de interés en el sector por parte de los inversionistas institucionales como los fondos de pensiones y cesantías, que tienen en el nuevo marco regulatorio las bases para una participación protagónica en el desarrollo de la infraestructura.

El análisis puede iniciarse tratando de establecer la capacidad de inversión que tienen los fondos de pensiones obligatorias. A noviembre de 2009, el saldo del portafolio de éstos ascendió a \$78 billones. Su crecimiento anual está estimado entre un 17% y un 20%, producto de la suma de los rendimientos y los aportes realizados por sus afiliados. Al tener en cuenta que el Título Cuarto de la Circular Básica Jurídica de la Superfinanciera ha definido un tope del 5% en inversión en fondos de capital privado (FCP), se puede concluir que el máximo de exposición en este tipo de vehículos de inversión estaría entre \$3.7 y \$3.9 billones (alrededor de US\$1.900 millones). De este potencial, el total invertido en FCP alcanza tan sólo el 0.75%, por lo que los fondos de pensiones podrían tener compromisos adicionales cercanos a los US\$1.500 millones. No obstante, es necesario tener presente que la regulación establece un límite adicional al definir que entre *equity* y deuda, como máximo un fondo de pensiones puede tener el 30% del valor de un proyecto.

Fondos de Pensiones Obligatorias		
Clasificación del portafolio en renta fija, renta variable, depósitos a la vista y derivados		
31 de julio de 2009 - Cifras en millones		
Modalidad	Clase	Valor
Renta fija	Deuda Pública	32.179.243
	Fogafín	139.607
	Instituciones vigiladas por la Superfinanciera	6.214.185
	Instituciones vigiladas por otro ente de control	4.621.573
	Inversión en títulos emitidos por entidades extranjeras	3.342.369
Renta variable	Instituciones vigiladas por la Superfinanciera	5.840.827
	Instituciones vigiladas por otro ente de control	13.799.326
	Inversión en títulos emitidos por entidades extranjeras	4.046.823
Otros	Depósitos a la vista	777.587
	Derivados	184.635
Total		71.146.174

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Dentro de los compromisos adquiridos por los fondos de pensiones obligatorias resalta la inversión en Tribeca, con compromisos hasta por US\$200 millones, el Fondo de Hidrocarburos hasta por US\$40 millones, Altra Investments con US\$75 millones y el Fondo de Capital Privado de Cine Hispanoamericano I por valor de US\$15 millones. Igualmente, los compromisos con Seaf, Aureos, el Fondo de Inversión Forestal y Termotasajero, entre otros.



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Adicionalmente, la regulación define un límite del 30% del valor total del portafolio de los fondos de pensiones obligatorias para inversión en papeles emitidos por agentes no vigilados por la Superfinanciera. Ésta alcanzó en noviembre de 2009 un saldo superior a los \$22 billones, por lo que se concluye en todo caso que los fondos sólo podrían tener un potencial de inversión adicional entre renta fija y variable que estaría alrededor de los \$1.5 billones para participar en la financiación de infraestructura.

De esta forma, las cifras analizadas permiten pensar que desde del punto de vista de regulación y espacio para una mayor exposición en infraestructura, los fondos de pensiones pueden jugar el papel trascendental identificado en el estudio de la misión de mercados de capitales liderado por Fedesarrollo entre 1995 y 1996. Sin embargo, el proceso de depuración y maduración de la información que típicamente realizan estos agentes demanda tiempo y recursos, de tal forma que el reto para sus departamentos de riesgo e inversiones es responder con la agilidad que el país les demanda.

Por el lado del financiamiento con fuentes tradicionales del sistema financiero, la experiencia indica que es complejo que ofrezcan condiciones para fondear inversiones de magnitudes y plazos de maduración como las que implica el desarrollo de proyectos de infraestructura. A esta fuente tradicional podrán acceder los proyectos para resolver necesidades de capital de trabajo o montos mayores bajo esquemas de garantías tradicionales como firma de socios, prendas o hipotecas. Es claro que diferentes estructuras de *project finance* han tenido dificultad en ser aceptadas por el sistema financiero. Además, si se acentúa la tendencia negativa que muestran los indicadores de calidad de cartera, es factible esperar que los banqueros se resguarden en sus principios conservadores cerrando crédito y concentrando su portafolio de inversiones en títulos del Tesoro.

Así las cosas, es importante que los actores que aspiran a ser protagonistas en esta nueva etapa de oportunidades realicen un análisis sobre los siguientes elementos clave. Por un lado, el tamaño de los proyectos implica una enorme capacidad de ejecución logística, operativa y financiera. Una muestra de ello son las condiciones definidas en el proyecto de la Ruta del Sol, del que podría concluirse que en la estructuración de la Internacional Finance Corporation, el Estado envió un mensaje claro en el sentido de que desea que quienes lo desarrollen tengan unas credenciales que muy pocos jugadores nacionales cumplen, abriendo así la puerta para esquemas de asociación para jugadores externos que hasta ahora no han sido protagonistas en el país. Este solo caso es una señal determinante para las empresas nacionales que tradicionalmente han competido entre sí por los proyectos de magnitud mediana y pequeña. Igualmente, resalta el caso de la búsqueda de un socio estratégico por parte de Odinsa, hecho público a través de la información eventual de la Superfinanciera, que demuestra que este actor ya tomó una acción clara frente a la necesidad que implica que los proyectos futuros requerirán de jugadores con una mayor capacidad de ejecución y apalancamiento.

En este panorama la presencia activa de los fondos de capital privado resulta fundamental. Estos nuevos actores aún no han hecho su aparición en el concierto nacional de forma evidente, pero poco a poco han venido haciendo la tarea de cumplir con la rigurosa reglamentación de la Superfinanciera, en el diseño de su estrategia y en su promoción ante inversionistas. Prueba de ello son los compromisos de los fondos de pensiones antes mencionados. Resalta igualmente el programa de Colombia Capital liderado por la Bolsa de Valores de Colombia que ha establecido un puente entre estas iniciativas y las oportunidades que se generan en el desarrollo de proyectos empresariales que buscan fuentes de financiación distintas a las tradicionales. En este programa hay un número superior a diez de FCP en proceso de consolidación.

Muy especialmente resalta la definición del Fondo de Infraestructura Colombia Ashmore, que en el marco de la Asamblea del Banco Interamericano de Desarrollo hizo pública su creación y que será protagonista en la financiación de los proyectos que se avecinan. Este fondo tiene como socios al Gobierno Nacional a través de Bancóldex, al BID, a la Corporación Andina de Fomento (CAF) y tiene espacio para que los fondos de pensiones y cesantías realicen una importante inversión. Si se tiene en cuenta que esta iniciativa tiene como meta alcanzar un portafolio de inversión de US\$750 millones (cerca de \$1.8 billones) y que su estrategia de participación individual por proyecto tiene un máximo del 15% del *equity*, éste es un jugador que seguramente estará en la mayor parte de proyectos que se desarrollen en los siguientes años.

Así las cosas, dado el análisis sobre las verdaderas posibilidades de los fondos de pensiones obligatorias, las restricciones de fuentes de financiación tradicional y el potencial de inversión de fondos de capital privado, es razonable concluir que una parte importante de la financiación de los proyectos deberá obtenerse en el exterior, frente a lo cual hay que resaltar que la experiencia en este frente de los actores nacionales del sector es limitada o nula. Por esta razón, es posible prever dos circunstancias en el desarrollo de los nuevos proyectos de infraestructura: i) la consolidación de firmas de ingeniería civil nacionales más robustas por la vía de fusiones, alianzas o adquisiciones, y ii) la necesidad de vincular jugadores del exterior que faciliten que las puertas del mercado internacional de capitales se abran con mayor facilidad.

El reto ya está sobre la mesa, pero surge la inquietud: ¿dejará la banca colombiana pasar esta oportunidad?