

## Sumas y restas de la financiación de la infraestructura, un reto para los jugadores del sector

**Camilo Soto Franky**  
**Socio Director**  
**Valfinanzas Banca de Inversión**

El país tiene 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 aprovechar las oportunidades que se abren a partir del anuncio de inversión de 55 billones para el 2009.

Mucho se ha debatido sobre las cifras, sobre la efectividad de este plan frente a las necesidades del país e incluso, sobre la verdadera posibilidad de que estos proyectos se constituyan en un motor de reactivación económica que mitigue los efectos de la crisis por la que atravesamos. En contraste, muy poco se ha analizado sobre las posibilidades de financiación de este desarrollo y mucho menos, se ha evaluado la relación entre el componente de deuda frente al capital o equity requerido para su desarrollo. Igualmente, resulta interesante analizar las implicaciones sobre el mercado de constructores de obra civil, su tamaño y posibilidades de hacer parte activa del juego que se aproxima, así como los efectos sobre otros jugadores clave de la industria.

Para resolver los interrogantes sobre las sumas y restas de la financiación de la infraestructura, resulta práctico iniciar por entender qué porción de los 55 billones corresponde efectivamente a proyectos que demandarán la participación privada en su desarrollo y por ende, saldrán en busca de fuentes de financiamiento de equity y deuda. En primer lugar debe descartarse de esta suma los 23 billones que corresponden a inversión pública, 55% de los cuales (12.6 billones) se trata de inversión de Ecopetrol, que mayoritariamente se financiará en el exterior. Claro está que cualquier cambio en su estrategia de financiación generaría un enorme efecto en el mercado local, incluso para los planes del gobierno central y muy seguramente, acentuaría el efecto desplazamiento (crowding out) sobre la financiación de la inversión privada, lo cual a la postre disminuiría sus fuentes de financiamiento. Sin embargo, al momento de escribirse este artículo no hay ninguna señal sobre la intención de Ecopetrol de buscar recursos localmente.

Así las cosas, del total de inversión en infraestructura, 32 billones serán desarrollados por el sector privado que deberá competir con el gobierno nacional en la carrera por financiación, pero al analizar detenidamente la composición de esta suma, es posible realizar una depuración que facilite identificar aquellos sectores que bien sea por su naturaleza o que si bien fueron clasificados como "inversión privada" por el Departamento Nacional de Planeación, no necesariamente competirán por recursos para su financiación.

<b>Inversión privada por sectores</b>		
<b>Sector</b>	<b>Billones COP</b>	<b>% Inversión Privada</b>
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%
<b>Total inversión Privada</b>	<b>32</b>	<b>100%</b>

Fuente: DNP

De esta forma 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 pre-venta, por un lado y de las líneas de crédito tradicionales que otorga el sistema financiero, por el otro. 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 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.

En similar sentido 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. 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, es posible 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 búsqueda 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 transita el mundo en esta coyuntura. La dificultad para acceder está relacionada directamente a la evaluación de Colombia dada por las calificadoras de riesgo, cuyo panorama podría mejorar sustancialmente si el país recobra el grado de inversión, como recientemente se ha anunciado que estaría analizando Moody's.

En contraste, el panorama del mercado local es más predecible, en particular por las señales del sector financiero tradicional, por el desarrollo del mercado de capitales no intermediado, por las manifestaciones de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones y cesantías, así como por el marco regulatorio para el manejo de inversiones de estos actores.

El análisis puede iniciarse tratando de establecer la capacidad de inversión que tienen los fondos de pensiones y cesantías. A marzo de 2009, el saldo del portafolio de éstos ascendió a 62,7 billones. Su crecimiento anual es estimado entre un 17% y 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, se puede concluir que el máximo de exposición en este tipo de vehículos de inversión estaría entre 3.3 y 3.7 billones (unos mil seiscientos millones de dólares). A la fecha se conoce de compromisos por un valor cercano a los USD350 millones. Resalta la inversión en los fondos de capital privado liderados por Luc Gerard, Tribeca, con compromisos hasta USD200 millones, el fondo de Hidrocarburos hasta USD40 millones, Altra Invesments con USD75 millones y el Fondo de Capital Privado de Cine Hispanoamericano I por valor de USD15 millones. Igualmente, los compromisos con SEAF, Aureos, el fondo de inversión Forestal y Termotasajero, entre otros. Esto dejaría espacio para nuevos compromisos entre USD1.000 y USD1.200 millones adicionales en este tipo de vehículos de inversión. No obstante, es necesario tener presente que la regulación establece un límite adicional al definir que entre equity y deuda, como máximo un fondo puede tener el 30% del valor un proyecto.

De otro lado, la regulación define un límite del 30% del valor total del portafolio de los fondos de pensiones y cesantías para inversión en papeles emitidos por agentes no vigilados por la Superfinanciera. Con la información disponible se estima que en la actualidad su inversión en emisiones de bonos de proyectos de infraestructura (incluyendo a ISA) tienen cerca de 4 billones, lo que sumado a otros emisores, alcanza cerca de un 8% de su portafolio dejando un 22% para nuevas emisiones de renta fija de entidades no vigiladas por la Superfinanciera.

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 y cesantías pueden jugar el papel trascendental que el país espera desde cuando se realizó 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 gran reto para sus vicepresidentes de 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 éstas no han tenido, ni tendrán las condiciones para fondear inversiones de magnitudes y plazos de maduración como las que implica el desarrollo de proyectos de infraestructura. A estas fuentes se podrá acceder para resolver necesidades de capital de trabajo o montos mayores bajo esquemas de garantías tradiciones como firma de socios, prendas o hipotecas.

Es claro que diferentes estructuras de project finance han tenido dificultad en ser aceptadas por estas entidades. Además, si continúa con la tendencia negativa que muestran los indicadores de calidad, en un año y medio la proporción de la cartera vencida puede superar el 10% del total de la cartera del sistema, por lo que es muy factible esperar que los banqueros se resguarden en sus principios conservadores cerrando crédito y engordando su portafolio de inversiones en títulos del tesoro. Por lo tanto, no es mucho lo que se puede esperar de estas fuentes para financiar la infraestructura que desarrollará el sector privado.

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, en el que podría concluirse que en la estructuración de la IFC, 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 que no han sido protagonistas en el país. Este solo caso es una señal para las empresas 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, que se ha hecho público a través de la información eventual de la Superfinanciera, que a su vez demuestra que este actor ya tomó una acción clara frente a 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 y cesantías arriba 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 fondos de capital privado haciendo la tarea. Pero muy especialmente resalta la definición del Fondo de Infraestructura Colombia Ashmore, liderado por Pedro Nel Ospina y Francisco Lozano, que en el marco de la Asamblea del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) el pasado mes de marzo, hicieron pública su creación y que sin duda será protagonista en la financiación de los proyectos que se avecinan. Este fondo tiene como socios al gobierno nacional a través de Bancoldex, al BID, 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 USD750 millones (cerca de 1.8 billones) y que su estrategia de participación individual por proyecto tiene un máximo del 15% del equity, este es un jugador que seguramente estará en la mayor parte de proyectos que se desarrollen en los siguientes años. Igualmente, vale la pena mencionar el fondo

de capital privado desarrollado por Nexus, liderado por Julio Torres, que con unas metas de inversión menores, tendrá también protagonismo en la financiación del sector.

Así las cosas, dado el análisis de las posibilidades de los fondos de pensiones y cesantías, las restricciones de fuentes de financiación tradicional y el potencial de inversión de fondos de capital privado, es posible concluir que una parte importante de la financiación de éstos 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 actores nacionales más robustos 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; sólo nos queda aceptarlo.