

Esquema de financiación de proyectos de transporte APP en el mercado de capitales: Bono Infraestructura

18 y 19 de Agosto de 2012

Clemente del Valle

DIRECTOR PROGRAMA de Asistencia Técnica ESMID

Banco Mundial – IFC -- Cooperación Técnica Suiza

A nivel mundial los inversionistas institucionales invierten en infraestructura

¿Por qué es atractivo para los institucionales?

- Activos con subyacente infraestructura:
 - ✓ Flujos de caja estables e indexados
 - ✓ Activos LP (10-30 años)
- Para los inversionistas esto es atractivo:
 - ✓ Diversificación de portafolios
 - ✓ Baja correlación con otros activos financieros
 - ✓ Buena mezcla riesgo-retorno
 - ✓ Garantías del Gobierno
 - ✓ “Match” Interesante entre inversiones y pasivos
 - ✓ Activos y pasivos LP indexados a la inflación

Tendencia recientes

- La participación del Mercado de capitales en infraestructura es reciente a nivel mundial
- Inversiones directas en infraestructura en países OECD: **USD 650 billones**
- En países como Canadá y Australia hay fondos de pensiones que tienen cerca del **10%** de los activos administrados invertidos directamente
- Infraestructura representa el **12%** de inversión en alternativos (vs. **8% en 2008**)
- Fondos como CalPERS, TIAA-CREF, Ontario Teacher’s Pension Plan (OTPP) invierten directamente sin necesidad de hacerlo a través de terceros como fondos de capital privado

Modelo sólido de concesiones y financiación vía mercado de capitales, ha permitido a Chile superar rezago en infraestructura

1. Creación de un sistema sólido y creíble de concesiones públicas

- Trabajo Gobierno y sector privado: alineación de incentivos.
- Adecuada distribución de riesgos: el de mejor capacidad lo asumiera.
 - ✓ Se buscó que los inversionistas se sintieran cómodos con los proyectos a financiar.
 - ✓ Aunque la mayoría de riesgos los asumió el sector privado, el Estado también asumió riesgos (e.g gestión predial) o los compartió con los privados (e.g. medioambiental)
 - ✓ Plazos largos de concesiones
- Estado ofreció garantías cuando era preciso (ingresos mínimos garantizados, mecanismo distribución de ingresos, ingresos totales de la concesión etc).

62+ proyectos

**US\$ 11 billones
en inversión**

1998-2012

**US\$ 4 billones
emitidos**

2. Emisión bonos proyecto para la financiación de proyectos de infraestructura

- Bonos emitidos por los concesionarios y hechos a la medida de los inversionistas
- Estandarización del bono impulsada por el gobierno
- Separación bonos pre-operacionales y operacionales en función al riesgo
- Garantías de Multilaterales o Monoliners para mitigar riesgos y aumentar calificación crediticia



Recientemente, Perú ha venido financiado parte de su infraestructura vía mercado de capitales

AFPs peruanas inversiones en infraestructura: US\$ 3.5 billones (11% del portafolio)

LECCIONES

- Separación remuneración funcionamiento de O&M
- Proyectos dividido en hitos. Culminación genera derecho a pagos periódicos IRREVOCABLES al concesionario (CAOs)
 - ✓ Eliminación de riesgo construcción y comercial
 - ✓ Estructura de bajo riesgo / complejidad permite empaquetar y vender CAOs en mercado de capitales
 - ✓ Menor presión de recursos para concesionarios
- Sólida fuente de pago: Gobierno o flujos de proyectos (e.g. SEDAPAL –Taboada).
- Garantías financieras y no financieras
- Seguridad institucional/legal: Respaldo gobierno, Ley NY, estructuras legales sólidas, fideicomisos
- Vinculación de ahorro institucional no solo a través de bonos también vía Fondos de Capital Privado.

**Emisiones 2012
US\$ 780 M**

**Evolución a estructuras
más complejas**

Éxito explicado en buena medida por ley de APPs y estructuras financieras simples pero robustas.

La financiación de infraestructura vía mercado de capitales ha sido incipiente en Colombia

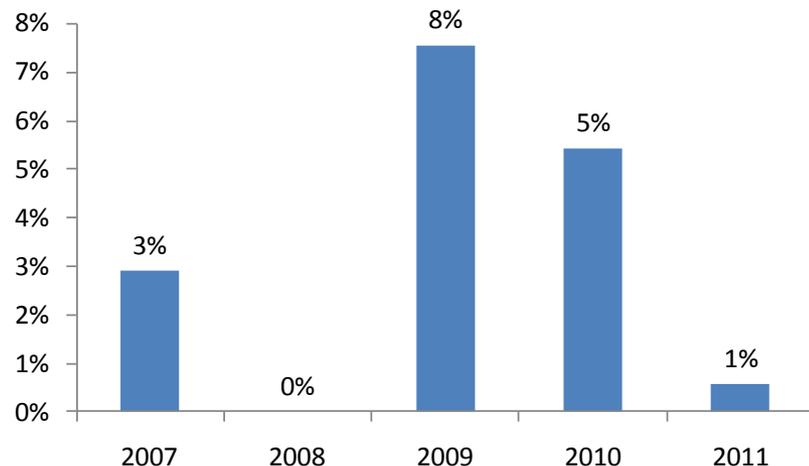
- Emisiones de bonos con subyacente infraestructura han sido limitados vs. el total de emisiones (2007-2011: COP 47 billones).

- Prevalencia por proyectos:

- ✓ Sin riesgo construcción (excepción Bogotá-Girardot): experiencia negativa falta especialización de la industria
- ✓ En su mayoría sin riesgo comercial (ej. PA TM Fase III, Alianza Suba Tramo II)
- ✓ Soportados por vigencias futuras o IMG (como Coviandes)
- ✓ AAA en su mayoría y bonos plain vanilla
- ✓ Emisiones para sustituir deuda bancaria (fase de operación)
- ✓ Variedad en indexaciones (DTF, IPC, UVR)
- ✓ Montos reducidos (COP 163MM*) si se compara con otras emisiones corporativas (Cemargos 1B, Avianca 500MM)
- ✓ Corta duración (6 años*)



Emisiones Infraestructura en Col (%)



Año	Emisor	Monto Colocado COP Millones	Sector
2012	P.A. Transmilenio Fase III	115,537	Transporte
2011	Grupo Financieros de Infraestructura	50,374	Acueducto
2010	Grupo Financieros de Infraestructura	301,766	Acueducto
2010	P.A. Transmilenio Fase III	282,270	Transporte
2010	P.A. Concesionaria de Occidente	162,500	Transporte
2009	P.A. Transmilenio Fase III	907,387	Transporte
2009	P.A. Grupo Financiero de Infraestructura	124,929	Acueducto
2007	Fideicomiso Autopista Bog-Girardot	100,000	Transporte
2007	Fideicomiso Coviandes	47,650	Transporte
2006	Fideicomiso P.A. Suba Tramo I	150,000	Transporte
2006	Fideicomiso P.A. Suba Tramo II	170,000	Transporte
2006	Concesiones Urbanas-NQS	200,000	Transporte
2006	Fideicomiso Acueducto de Bogotá	250,000	Acueducto
2005	Metrodistrito NQS II	125,000	Transporte
2005	Fideicomiso Bogotá - Girardot	150,000	Transporte

*Mediana 2005-2012)

Fuente: SFC y BVC

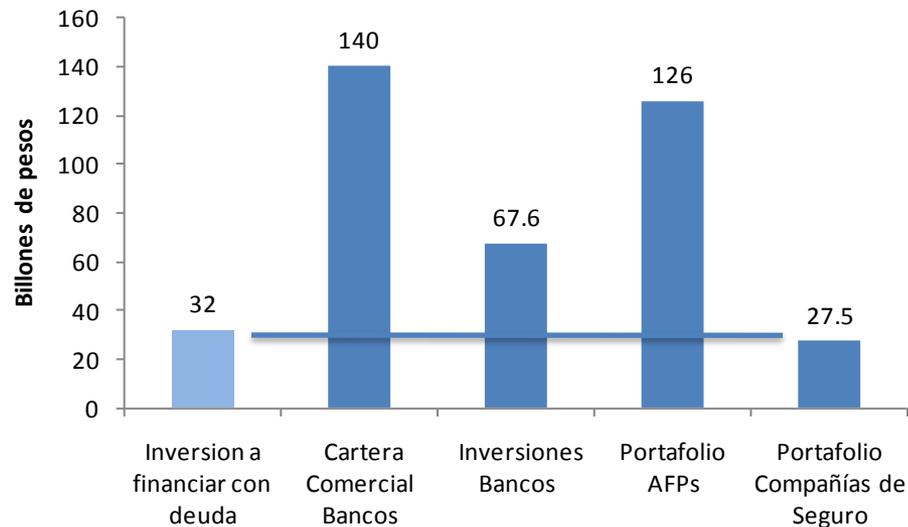
El programa de financiación de los nuevos proyectos de APP es demasiado ambicioso para el mercado bancario

Objetivos: Financiar cerca de \$32 billones en seis años



Las necesidades de endeudamiento del nuevo programa de concesiones de carreteras son significativas para el mercado financiero colombiano

Fuentes de
financiamiento
de largo plazo
(\$bn)



Fuente: SFC. Cifras a junio 2012

Existe mucho espacio en el portafolio de las AFPs...

Clasificación de activos según tipo de fondo \$Cop MM	Mayor Riesgo	Moderado	Conservador	Retiro Programado	Total	Part
Deuda Pública interna y externa	226.147	35.826.778	2.787.948	4.130.500	42.971.374	42%
Otros títulos de deuda pública	3.644	2.021.211	55.956	124.006	2.204.817	2%
Total Deuda Pública	229.791	37.847.989	2.843.905	4.254.505	45.176.191	44%
Titularizaciones activos subyacentes distintos a cartera hipotecaria	0	197.792	3.111	26.669	227.572	0%
Emisores no vigilados por SFC	0	2.343.443	163.817	288.513	2.795.774	3%
Otros títulos de deuda privada	8.386	3.917.349	777.906	611.345	5.314.986	5%
Total Deuda Privada	8.386	6.458.584	944.835	926.527	8.338.332	8%
Total Deuda	238.177	44.306.574	3.788.740	5.181.032	53.514.523	52%
Títulos y/o valores participativos	246.182	30.046.428	502.088	670.179	31.464.877	31%
Inversión en el exterior y otras inversiones	275.651	16.057.732	557.746	605.282	17.496.411	17%
Total	760.010	90.410.734	4.848.574	6.456.493	102.475.811	100%

Límite aproximado en Titularización: 9,5%

Límite en deuda privada: 60%

Factores clave para un matrimonio exitoso del sector infraestructura con el mercado de capitales

Calidad del activo a financiero

- Ley 1508 y Decreto APP
- Estandarización contratos de Concesión
- Alineación de incentivos para todos los actores: pago por disponibilidad
- Distribución adecuada de riesgos
- Un modelo concesionario- inversionista
- Concesionarios de alta calidad (+GC)
- Nueva institucionalidad : ANI

Fortaleza de los Inversionistas e intermediarios

- Profesionalización y especialización en proyectos APP de infraestructura
- Due diligence y seguimiento del Proyecto
- Menor dependencia de las calificadoras de riesgo,
- Desarrollo de capacidades para valorar y medir el riesgo

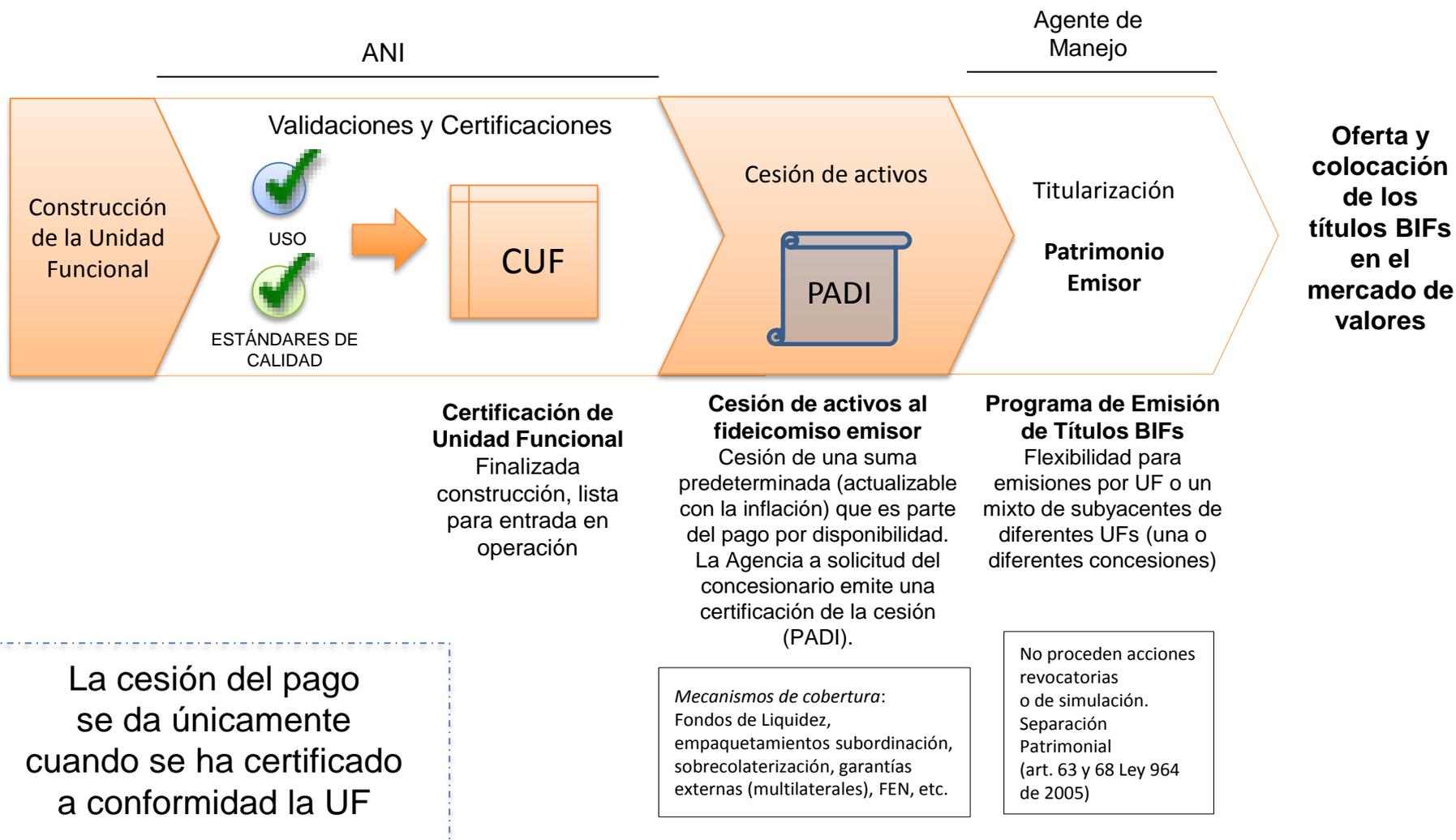
Adecuación del producto al inversionista

- Adaptabilidad a las condiciones de los inversionistas institucionales: (indexación, plazo, condiciones de amortización)
- Riesgo acotado en una primera instancia: reduciendo al máximo riesgo construcción y empleando eficientemente mecanismos de mitigación
- Instrumentos estandarizados y empaquetados
- Pólizas de seguros

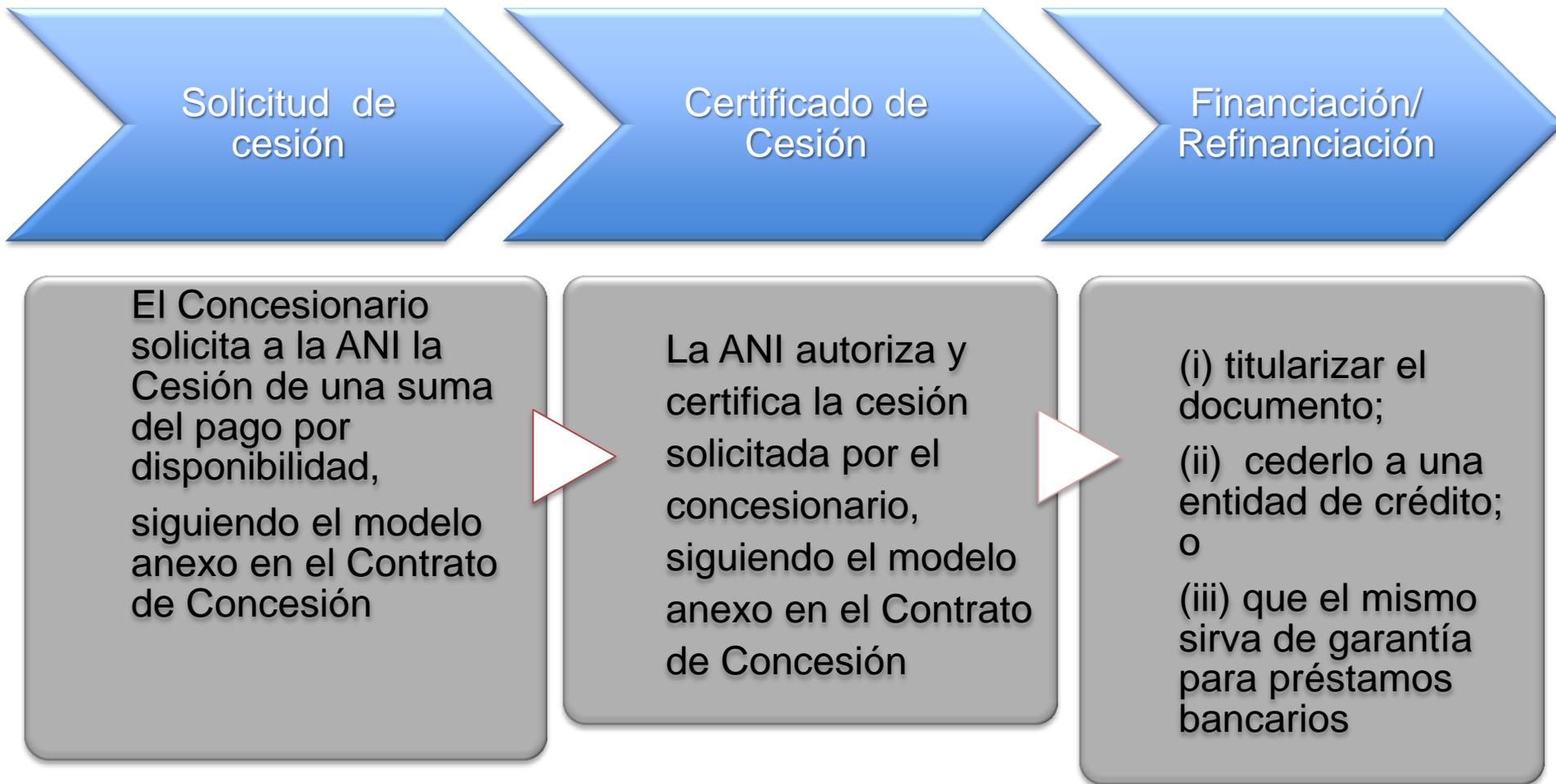
Facilidad de acceso al mercado

- Introducción de un régimen para profesionales
- Rapidez en los procesos de emisión y colocación
- Limitar el rol del supervisor a la protección contra el fraude
- Trasladar la responsabilidad del due diligence a los privados (inversionista, intermediarios, emisor)

Esquema general de emisión



Esquema general de la cesión parcial de los pagos



Y en cuanto a los riesgos para el mercado de capitales....

Construcción

- Está mitigado en la estructura ya que el título se emite una vez exista la UF
- Fuerza mayor y estabilidad de la obra deben cubrirse con pólizas de seguros

No se transfieren al mercado

Administración de Flujos

- Existe un pago directo del fideicomiso del Proyecto/ cuentas ANI al fideicomiso emisor

No Disponibilidad (uso, niveles de servicio y estándares de calidad)

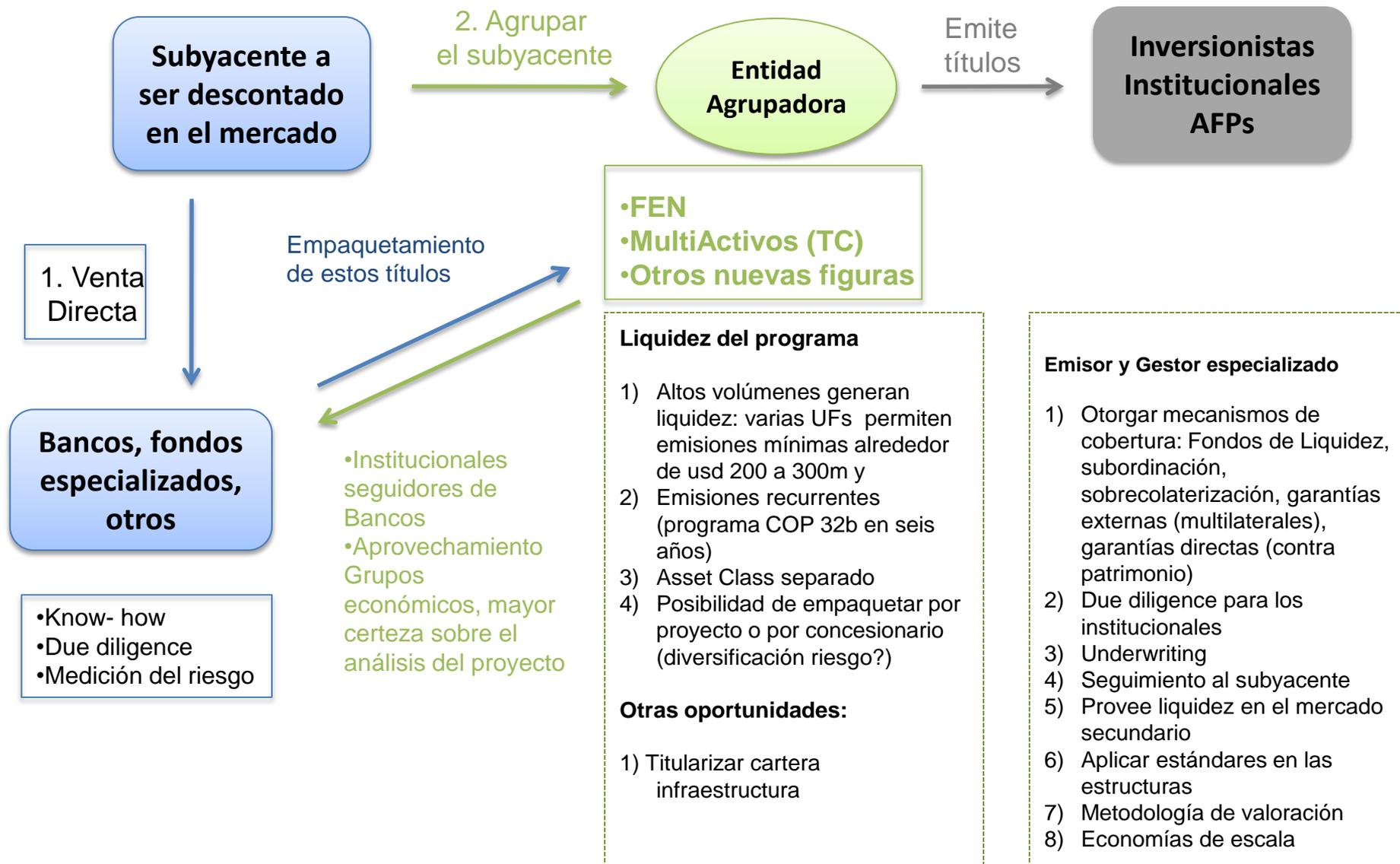
- Debe estar acotado vía diseño del instrumento?
- Limitar la no disponibilidad con la terminación anticipada del contrato (fórmula de liquidación): prepago del título
- Mecanismos de mitigación propios de finanzas estructuradas

Sí se transfieren al mercado

Liquidez

- Pago **oportuno** de vigencias futuras por parte de Minhacienda

Esquema general de emisión: entidad agrupadora



Recomendaciones

1. Prioridad del Gobierno, lograr el cambio estructural en la calidad del activo que se va a financiar: el nuevo esquema de concesiones y la nueva ANI.
2. Esto es un pre-requisito mas no condición suficiente para el éxito de la financiación de un programa tan ambicioso.
3. Se requiere de una estructura financiera que cumpla con varios de los siguiente elementos:
 - No se asimile a deuda publica...
 - Una transferencia “adecuada” de los riesgos a los inversionistas financieros dado el nivel de desarrollo de la industria (AFP’s)
 - Economías de escala para la evaluación y medición de los riesgos para las AFPs (MultiActivos, FEN, creación de un fondo de deuda)
 - Esquemas de seguros que garanticen la implementación del instrumento
 - Liderazgo de los bancos como estructuradores e inversionistas
 - Mantener alineado al sponsor, mantener el equity hasta el final
4. Compromiso de todas las partes de llevar acabo este reingeniería de fondo al esquema

Gracias

Clemente del Valle

cdelvalle@worldbank.org

Bonos de infraestructura

Transferencia de Recursos

	Sección del Certificado de Cesión.	Contenido
1	Declaración de recibo a satisfacción de la Unidad Funcional	En esta sección se hace referencia a que la respectiva Unidad Funcional fue recibida a satisfacción por la ANI
2	Instrucción irrevocable de pago por disponibilidad.	La instrucción irrevocable de la ANI a la Fiduciaria que administra el patrimonio autónomo del proyecto de girar de manera preferencial una suma determinada de dinero, siguiendo la forma de pago por disponibilidad dispuesta en el Contrato de Concesión.
3	Fuente de los recursos	Es el pago por disponibilidad, según lo dispuesto en el Contrato de Concesión, cuyos recursos provienen de las sumas depositadas en la subcuenta de la ANI de la respectiva Unidad Funcional.
4	Beneficiario del pago	El beneficiario del pago es el Concesionario/cesionario.
5	Reglas para la cesión	<ul style="list-style-type: none"> • Se debe hacer referencia al destino y al cesionario autorizado. El cesionario autorizado podrá ser entidades de crédito sometida a inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera, o un patrimonio autónomo dentro del marco de un proceso de titularización, debidamente autorizado por la Superintendencia Financiera según las normas aplicables. • La definición de cesionario autorizado permite (i) titularizar el documento; (ii) cederlo a una entidad de crédito o (iii) que el mismo sirva de garantía para préstamos bancarios. • Se debe hacer referencia a la obligación del cedente de notificar a la ANI la identidad del cesionario.
6	Fuente de pago en eventos de terminación anticipada	La fuente de pago en eventos de terminación anticipada del Contrato de Concesión es el pago por terminación, frente a la cual el beneficiario del pago tendrá prioridad.