

## **Vehículos de Financiamiento a Infraestructura**

### **Antecedentes**

El desarrollo de infraestructura es un elemento fundamental para facilitar la interacción económica y social, y repercute significativamente en las posibilidades de crecimiento y bienestar de un país. La inversión en este rubro trae importantes beneficios, en dos etapas: i) En el periodo de construcción de los proyectos, al ser un factor de estímulo de la demanda agregada y que promueve la creación de empleos; y, ii) al término de la obra, ya que contribuye a mejorar la productividad de la economía en el mediano y largo plazo.

Diversos organismos internacionales han destacado que una prioridad para las economías desarrolladas y emergentes debe ser elevar la eficiencia en las inversiones en infraestructura, así como aumentar el financiamiento privado, lo que podría contribuir a reducir presiones fiscales, generar eficiencias y aumentar la rentabilidad de las inversiones.<sup>1</sup>

Para incrementar la participación del sector privado en proyectos de infraestructura se requiere avanzar en dos retos relevantes:

- a. Consolidar una cartera de proyectos de infraestructura bien estructurados atractivos para el sector privado (mayor número de proyectos).
- b. Contar con vehículos financieros que ligen a los inversionistas institucionales locales e internacionales con proyectos de infraestructura en la región (mayores recursos para el sector).

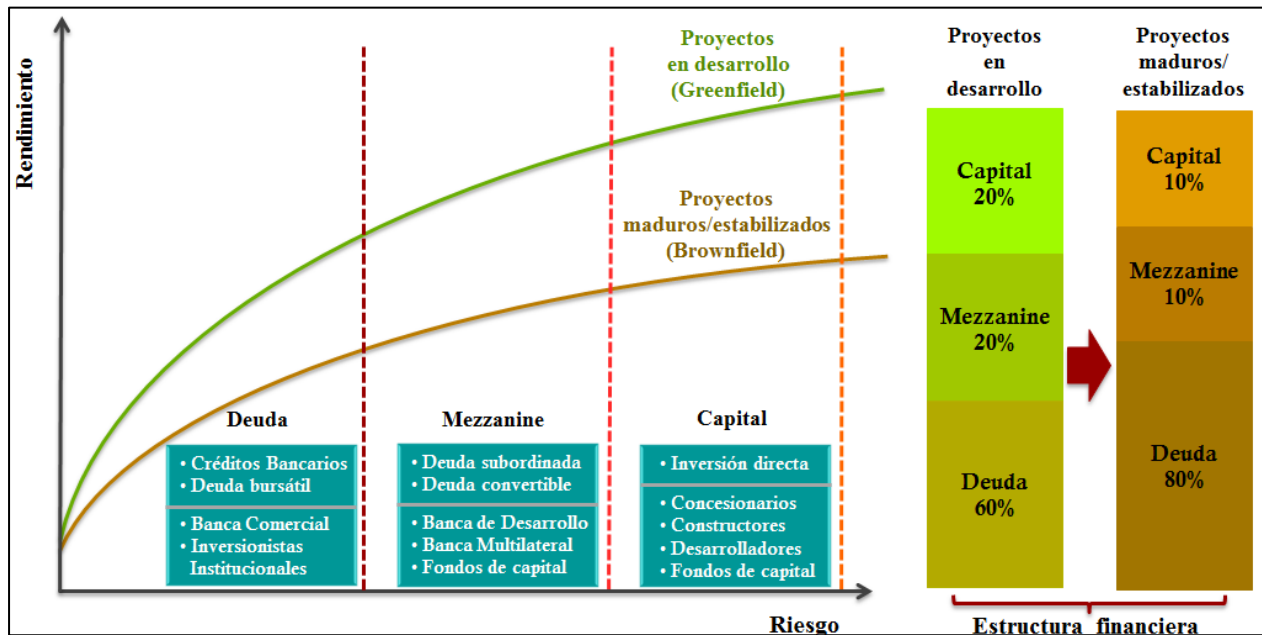
### **Vehículos de Financiamiento a Infraestructura**

Los vehículos de financiamiento para infraestructura ofrecen diferentes niveles de riesgo-rendimiento, los cuales responden a los perfiles de los distintos tipos de inversionistas (Figura 1).

---

<sup>1</sup> World Economic Outlook. Chapter 3: Is It Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment. IMF. 2014.

**Figura 1. Vehículos de financiamiento para infraestructura**



Estos vehículos incluyen instrumentos de deuda, financiamiento mezzanine y capital.

- A. La deuda generalmente es provista por la banca comercial en etapas iniciales de los proyectos (*project finance*). Cuando los proyectos se encuentran en operación y generan flujos estables se puede incrementar el financiamiento vía deuda e inclusive se puede emitir deuda bursátil respaldada por los flujos de ingresos proyectados. Por ejemplo, el caso de peajes u otras formas de pago por uso de infraestructura.
- B. El financiamiento mezzanine asume mayores niveles de riesgo-rendimiento para los acreedores, ya que generalmente el pago de estas obligaciones se encuentra subordinado al pago de la deuda preferente. Este tipo de financiamiento es provisto generalmente en etapas iniciales de los proyectos. Los instrumentos mezzanine incluyen deuda subordinada, convertible y garantías, que son proporcionadas generalmente por la banca de desarrollo (nacional o multilateral), así como por fondos de capital que buscan mayores tasas de retorno.
- C. El capital de riesgo se constituye por los recursos aportados por los accionistas para el desarrollo del proyecto, tales como constructores, desarrolladores, concesionarios y fondos de capital. A diferencia de la deuda y el financiamiento mezzanine, en donde el acreedor tiene derecho a un tipo de rendimiento determinado, en el caso del capital la rentabilidad y el reembolso de los recursos depende del desempeño del proyecto.

Para los proyectos en desarrollo (*greenfield*), la deuda preferente y mezzanine generalmente constituye entre un 60-80% de la estructura financiera del proyecto, mientras que el capital alcanza entre el 20% y 30%. En el caso de activos maduros con flujos estabilizados (*brownfield*), el porcentaje de deuda puede incrementarse ya que estos proyectos son susceptibles de un mayor apalancamiento pues representan menores riesgos.

Para acelerar el desarrollo de infraestructura se requiere una mayor velocidad en la rotación del capital, para lo que es necesario que los constructores y desarrolladores cuenten con alternativas para acelerar la rotación de sus activos maduros o estabilizados, lo que les permitiría incrementar su participación en proyectos nuevos de infraestructura. Es decir, el reto consiste no solo en incrementar los recursos a nuevos proyectos, sino también promover vehículos que adquieran y mantengan en su balance proyectos maduros.

En la Figura 2 se detallan algunos ejemplos de vehículos que apoyan las diferentes etapas del ciclo de financiamiento de infraestructura.<sup>2</sup> Como se puede apreciar, el desarrollo integral de los diferentes vehículos de financiamiento implica una amplia gama de alternativas que atienden las necesidades particulares de los proyectos de infraestructura en sus diferentes etapas. Por ello, se considera conveniente generar diferentes tipos de vehículos de financiamiento de acuerdo a las necesidades de los inversionistas.

**Figura 2. Instrumentos y vehículos de financiamiento de infraestructura**

Categoría	Instrumento	Instrumentos respaldados por proyectos	Instrumentos Corporativos	Vehículos de Mercado (Cartera de Instrumentos)
Renta Fija	Bonos	Bonos de proyectos	Bonos emitidos por empresas, <i>Green Bonds</i>	Índices de bonos, Fondos de bonos, <i>Exchange Traded Funds (ETFs)</i>
		Gobiernos locales, Bonos subsoberanos		
		<i>Green Bonds</i> , <i>Sukuk</i>	Bonos subordinados	
	Créditos	Créditos directos a proyectos, Créditos sindicados a proyectos	Créditos a empresas	Fondos de Deuda (GPs)
Créditos sindicados, Préstamos bursatilizados			Índices de préstamos, Fondos de préstamos	
Mixto	Híbrido	Deuda/Bonos subordinados, Financiamiento <i>Mezzanine</i>	Deuda subordinada, Bonos convertibles, Acciones preferentes	Fondos de deuda <i>mezzanine</i> , Fondos de instrumentos híbridos
Capital	Listados en el mercado de valores	<i>YieldCos</i>	Acciones, Fondos de capital fijo, Fideicomisos Inmobiliarios, <i>MLPs</i>	Fondos de capital listados, Índices, Fideicomisos, <i>ETFs</i>
	Capital Privado	Capital directo/co-inversión, APP	Capital directo/co-inversión	Fondos de capital privado

<sup>2</sup> Mapping of Instruments and Incentives for Infrastructure Financing: A Taxonomy. OECD. 2015.

## **Inversionistas Institucionales**

El entorno económico internacional ha impuesto algunas limitaciones a los actores tradicionales en el financiamiento de infraestructura. Entre los factores que han afectado a este sector destacan: i) los cambios regulatorios impulsados después de la crisis financiera internacional que buscan prevenir crisis recurrentes, como los requerimientos de Basilea III, que han propiciado una reducción del financiamiento bancario a proyectos de largo plazo, y ii) menor espacio en el gasto público.<sup>3</sup>

Lo anterior ha generado una brecha de financiamiento en este sector, en cuanto al desarrollo de los proyectos necesarios y los recursos disponibles, la cual debe atenderse. La participación del sector privado y de los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones y aseguradoras, entre otros, es fundamental para reducir esta brecha de inversión. Sin embargo, a pesar de que el horizonte de largo plazo de los proyectos de infraestructura coincide con las necesidades de flujo de los inversionistas institucionales, su participación en este sector es limitada por la falta de vehículos financieros adecuados y de proyectos bancables que ofrezcan un nivel de riesgo y rendimiento apropiado.<sup>4</sup>

Estas circunstancias representan una oportunidad para promover el desarrollo de infraestructura y mejorar el rendimiento de dichos inversionistas. Por ello, sería deseable que los inversionistas institucionales, incluyendo fondos de pensiones, participen en todos los niveles de la estructura financiera de los proyectos (deuda, mezzanine y capital).

Los inversionistas institucionales han registrado bajos rendimientos por el entorno de bajas tasas de interés en los activos libres de riesgo por lo que buscan mayores oportunidades de inversión y diversificación de sus portafolios. No obstante, ha predominado su participación en instrumentos corporativos, principalmente acciones y deuda de emisoras bursátiles, por lo que existe un área de oportunidad para incrementar la participación de estos inversionistas en instrumentos respaldados por proyectos, entre los que destacan los bonos de proyectos.

Adicionalmente, a través de vehículos de mercado, como fondos de inversión, pueden tener exposición a una cartera de proyectos. Al respecto, los inversionistas institucionales locales e internacionales pueden canalizar recursos con exposición al capital de proyectos de infraestructura, ya sea de manera individual o a través de una cartera de proyectos, en las siguientes modalidades:

---

<sup>3</sup> Long-Term Financing for Infrastructure: A Look at Non-Financial Constrains. World Bank Group. 2014.

<sup>4</sup> Long-Term Financing for Infrastructure: A Look at Non-Financial Constrains. World Bank Group. 2014.

Capital Market Instruments to Mobilize Institutional Investors to Infrastructure and SME Financing in Emerging Market Economies. Report for the G20. World Bank Group, IMF, OECD. 2015.

B20 Written Submission to the G20 Investment and Infrastructure Working Group. 2014.

**i) Co-inversión en Proyectos Específicos**

- Invertir de manera directa (proyecto por proyecto) en diversos proyectos de infraestructura. Esta modalidad requiere un conocimiento especializado en el sector y en el proyecto específico.

**ii) Fondo de Inversión en Infraestructura**

- Vehículo en donde co-inviertan inversionistas institucionales locales e internacionales en un portafolio de proyectos de infraestructura.

**iii) Invertir en múltiples Fondos de Inversión en Infraestructura (Modalidad Fondo de Fondos)**

- Participación en fondos de infraestructura en los que se involucren distintos actores locales e internacionales buscando una amplia diversificación de las inversiones. Esta modalidad requiere contar con un amplio menú de fondos de inversión a elegir.

Del menú de modalidades de vehículos de inversión, es claro que los inversionistas institucionales se benefician al poder acceder a una amplia gama de proyectos de infraestructura, que cuentan con una administración especializada para este tipo de inversiones. De lo contrario la exposición al riesgo a proyectos individuales o la reducción en costos para desarrollar equipos especializados puede hacer no viable la participación de los inversionistas institucionales en este tipo de proyectos.

Los fondos de inversión en infraestructura permiten canalizar recursos de inversionistas institucionales a proyectos de infraestructura con horizonte de largo plazo. Este tipo de vehículos cuenta con reglas y prácticas de mercado que permiten que los recursos sean invertidos en proyectos cuyos riesgos son evaluados y comunicados de manera transparente a los participantes en el fondo.

Los fondos de inversión en infraestructura pueden captar recursos a través de dos vías: i) del público inversionista a través del mercado de capitales; o ii) de inversionistas calificados a través de una colocación privada, en la que sus títulos sean operados en mercados de valores.

En algunos casos podría ser útil la participación del gobierno como inversionista para acelerar el desarrollo de estos instrumentos, ello debido al efecto que su participación tiene en la concreción de transacciones en particular. En instrumentos nuevos, incluir la participación de una entidad del sector público puede proporcionar certeza a los inversionistas privados. Por otro lado, el sector público puede participar en el diseño de los vehículos de financiamiento que permitan al sector privado invertir en el sector.

### **Vehículos de Financiamiento a Infraestructura en México**

En el caso de México, los inversionistas institucionales pueden diversificar sus portafolios en varios vehículos de capital y deuda para el financiamiento de infraestructura, que incluyen: Fideicomisos de Bienes Raíces (FIBRAS), Fondos de Capital Privado y Certificados de Capital de Desarrollo (CKD). En particular, los CKD son instrumentos de capital, emitidos a través de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) destinados a captar recursos de inversionistas institucionales, en especial las

Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), para el financiamiento de proyectos de infraestructura y proyectos productivos de largo plazo.

El Gobierno Federal anunció en 2015 el lanzamiento de dos nuevos instrumentos financieros que facilitarán la participación de inversionistas institucionales nacionales y extranjeros en proyectos de infraestructura nuevos y en operación.

**i) Certificados de Proyectos de Infraestructura (CerPI)**

- El CerPI es un vehículo con flexibilidad para invertir en una amplia gama de sectores con diferentes exposiciones de riesgo (capital-deuda; proyectos en desarrollo o maduros), combinando los recursos de inversionistas nacionales y extranjeros.
- La inversión del CerPI abarca los sectores de: carreteras, ferrocarriles, puertos, aeropuertos, telecomunicaciones, energético, entre otros.
- Adopta los mejores estándares de gobierno corporativo y flexibiliza decisiones de inversión con apego a las características del capital privado.

**ii) Fibra E**

- La FIBRA E es un vehículo que emite certificados bursátiles fiduciarios para la inversión en sociedades, proyectos o activos de energía e infraestructura en operación. El instrumento se asemeja al vehículo americano, *Master Limited Partnership (MLP)*.
- Entre sus objetivos se encuentran: a) ofrecer una alternativa de financiamiento para el sector energético y de infraestructura, b) desarrollar y profundizar el mercado de valores y c) servir como mecanismo de salida para otros instrumentos y desarrolladores así como de entrada para el gran público inversionista.

**Figura 3. Ejemplos de Vehículos para Inversión en Infraestructura**

<p style="text-align: center;"><b>FIBRA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Brownfields</li> <li>• Activos inmobiliarios</li> <li>• Arrendamiento</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>CKD</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Greenfields</li> <li>• Infraestructura</li> <li>• Gobierno corporativo complejo</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>FIBRA E</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Brownfields</li> <li>• Proyectos estabilizados</li> <li>• Flujos probados</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>CERPI</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Greenfields</li> <li>• Coinversionistas fuera del sistema de pensiones</li> <li>• Gobierno corporativo simplificado</li> </ul>

## **Conclusión**

Considerando las restricciones presupuestarias que enfrentan los gobiernos, es esencial mejorar la eficiencia de la inversión pública, llevar a cabo asociaciones con el sector privado que permitan potenciar estos recursos y promover diversidad de fuentes de financiamiento. En particular, los inversionistas institucionales, quienes actualmente buscan oportunidades de inversión de largo plazo con mayores rendimientos, representan una alternativa importante para el financiamiento de este sector.

Para lograr estos objetivos es fundamental el rol de los gobiernos en promover una amplia gama de vehículos de financiamiento a infraestructura, que promuevan la inversión privada y la participación de inversionistas institucionales locales e internacionales en las diferentes etapas de los proyectos.

## **Bibliografia**

*World Economic Outlook. Chapter 3: Is It Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment.* International Monetary Fund. 2014.

*Mapping of Instruments and Incentives for Infrastructure Financing: A Taxonomy.* OECD. 2015.  
*Long-Term Financing for Infrastructure: A Look at Non-Financial Constraints.* World Bank Group. 2014.

*Capital Market Instruments to Mobilize Institutional Investors to Infrastructure and SME Financing in Emerging Market Economies. Report for the G20.* World Bank Group, IMF, OECD. 2015.

*B20 Written Submission to the G20 Investment and Infrastructure Working Group.* 2014.