

UNIVERSIDAD DE CHILE.
FACULTAD DE DERECHO.

BONOS DE INFRAESTRUCTURA.

Alumno. Julio Sebastián Berríos Castro.

Curso. Financiamiento de las empresas.

Profesor. Sr. Octavio Bofill Genzsch.

Santiago, Julio de 2009.

I. Introducción.

Fue un hecho público que hacia inicios de la década de 1990, nuestro país padecía de un importante déficit en infraestructura pública, entendido como la carencia proyectos a gran escala que prestan servicios básicos a una gran cantidad de usuarios sea directa o indirectamente¹. En 1995 la autoridad de gobierno lo cuantificó en US\$ 11080 millones, que significaban costos de US\$ 1710 millones por concepto de pérdidas de competitividad².

A partir de lo anterior, se asumió un conjunto de medidas a efectos de superar tal déficit, principalmente por medio del impulso a la inversión privada en infraestructura. Como hito de esta cuestión hacia 1998, el Presidente de la República de la época, precedido de estudios de factibilidad jurídica y financiera, anuncia en Nueva York una novedosa- para el mercado nacional- modalidad de financiamiento de obras de infraestructura pública, cual es el bono de infraestructura que “daría a los inversionistas institucionales mayores oportunidades de inversión en el largo plazo, diversificando sus posesiones y mejores posibilidades de rendimiento”³.

Se estimaba en los últimos años del siglo pasado recaudar a través de los nuevos títulos de deuda, dentro de cinco años un aporte del 75% del financiamiento a las obras públicas que se construyeran en el país. Hacia 2002 la inversión del sector privado por bonos de infraestructura alcanzaba al 76% de la inversión total realizada.

En definitiva, los anteriores antecedentes no hacen sino constatar la relevancia de la inversión privada en el desarrollo productivo del país de los últimos 10 años, y especialmente el desarrollo del mercado de los bonos de infraestructura como principal fuente de financiamiento en la actualidad⁴; cuya estructura jurídica analizaremos.

II. Concepto. Bonos de infraestructura como especie de bonos.

A partir de las normas del título XVI de la Ley de Mercado de Valores es posible definir, en términos generales a un bono como un “valor de carácter crediticio, seriado, que emitido por las entidades autorizadas por la ley para tal efecto, concede a su titular el derecho a percibir el capital e interés consignado en él”. De la definición desprenden sus principales características⁵:

- (1) Tipo de valor (art. 3 LMV).
- (2) Carácter crediticio.
- (3) De oferta pública.
- (4) Seriado.
- (5) Vencimiento superior a un año.

¹ ALVARADO, QUIJADA (2005) p. 11.

² FELLER RATE (2003) p. 1.

³ FREIRE (1999) p. 3.

⁴ FELLER RATE (2003) p 2.

⁵ ALVARADO, QUIJADA (2005) p. 129.

Sin embargo los bonos de infraestructura observan particularidades distintivas de las arriba mencionadas, en cuanto a:

1°. Condiciones de emisión. Se vinculan a acuerdos o tratativas entre los emisores y los futuros adquirentes de los bonos de infraestructura, como son las Administradoras de Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros. Esta particularidad les ha hecho ganarse el apelativo de “bonos a la medida”. Esta cuestión se justifica porque los montos y plazos para el pago, hacen que tan sólo inversionistas institucionales puedan efectuar los desembolsos necesarios. En estos términos se expresó la clasificadora de riesgo Feller & Rate en 1998 al ser consultada sobre la posibilidad de financiamiento a través de bonos de infraestructura: “se requerirá de grandes esfuerzos de todos los actores y en dónde se deberá realizar una emisión a la medida para los inversionistas en cuestión”⁶.

2°. Clasificación de riesgo. Los bonos de infraestructura deben cumplir con un estándar mínimo de riesgo de grado inversión, dicho de otra manera, la opinión de que el bono será pagado con un grado de seguridad y certeza mínimo. Los efectos de la clasificación de riesgo en materia de bonos contempla esencialmente la total oportunidad del pago o la probabilidad que sea pagado en estricta conformidad con lo prometido en el contrato de emisión, dejando en un segundo plano a las garantías que no sean de ejecución inmediata; criterio que difiere con el usualmente seguido por la banca en el sentido que ésta busca fundamentalmente determinar la posible pérdida para el acreedor. De hecho prácticamente la totalidad de la emisión de bonos de infraestructura para el financiamiento de carreteras ha alcanzado la categoría AAA, tan sólo igualable a la emisión de bonos de empresas públicas de gran tamaño e importancia como ENAP y CODELCO.

En consecuencia la actuación coordinada de los actores involucrados en la operación (concesionarias, inversionistas institucionales, Estado y aseguradoras), permite obtener una clasificación de riesgo exitosa, dados los montos y en general la relevancia de estas operaciones.

III. Comparativo. Créditos bancarios y bonos de infraestructura.

El paralelo se sustenta en los siguientes criterios⁷:

1°. Tasas de interés. Las tasas de interés en los bonos son más competitivas y estables en el tiempo, diferente al financiamiento bancario donde son variables en casos.

2°. Capacidad de financiamiento. En el mercado de bonos de infraestructura hay mayor capacidad disponible, no así en la banca pues una vez superada debe acudir al financiamiento extranjero con el riesgo del tipo de cambio y sus implicancias. Aún cuando cabe destacar que el crédito de la banca otorga mayores flexibilidades en desembolsos para obras adicionales.

⁶ FELLER RATE (1998) p. 8.

⁷ DÍAZ (2009) Pp. 11 a 18.

3°. Intervención del financista. Al requerirse una relación más estrecha en la emisión de bonos de infraestructura (“bonos a la medida”) la intervención del financista en el proyecto es mayor que en el caso de financiamiento bancario.

4°. Costos de estructuración financiera. Los costos financieros de los créditos bancarios son menores dada la existencia de las cuentas de reserva, contrario a los bonos donde la estructuración requiere de desembolsos por concepto de clasificaciones de riesgo, gastos legales, de seguros y otros.

5°. Acareo negativo. Los créditos bancarios reducen el acarreo negativo que surge en el caso de las emisiones preoperativas de los bonos

6°. Plazos. Aún cuando existe financiamiento bancario de largo plazo, los bonos de infraestructura suponen términos aún más extensos para su pago, pues el vencimiento esperado de los pasivos para las compañías de seguros de vida y las administradoras de fondos de pensiones es generalmente exigible a largo tiempo, aún cuando existan excepciones como por ejemplo el traspaso de fondos entre administradoras.

IV. Financiamiento de la construcción y la operación.

Los contratos de emisión de bonos de infraestructura pueden celebrarse como bono preoperativo y bono operativo⁸; cada cual con características especiales que se describirán.

Bonos preoperativos.

1°. Tiempo. Presupone que el contrato de emisión se otorga, en el tiempo que transcurre desde el inicio de la construcción hasta antes de la terminación de la obra de infraestructura.

2°. Montos. El monto de la emisión debe ser suficiente para cubrir: (i) el costo del avance real físico de las obras construidas hasta la fecha de colocación y (ii) el remanente de los costos de construcción hasta que se concede la autorización de puesta en servicio definitiva de las obras.

3°. Riesgos. Se clasifican en riesgos de sobrecostos y sobreplazos. De manera de reducirlos junto con la contratación de seguros y garantías exógenas se agrega la tendencia internacional al uso de contratos de construcción a suma alzada o “llave en mano”. En general es insuficiente establecer una lista pormenorizada de los riesgos a los que se expone una emisión de bonos preoperativos, siendo los más relevantes:

(1) Solvencia e idoneidad del concesionario. No es menor quien sea el concesionario, considerando su seriedad, capacidad de gestión, propietarios de la empresa; sobretodo frente una eventual afectación de flujos de ingresos públicos por el término anticipado de una concesión.

(2) Riesgos específicos del proyecto. Incluyen la tecnología involucrada en la construcción y dificultades técnicas de ingeniería.

⁸ FELLER RATE (1998) Pp. 6 y 7; FREIRE (1999) Pp. 2 y 3.

(3) Contratos de llave en mano. Un buen contrato a suma alzada debe trasladar los riesgos relevantes de la construcción al contratista y a terceros, por sobretodo aislándolos del proyecto.

(4) Experiencia y solvencia de los contratistas. En cuanto a proyectos en general, especifica en obras similares, historial de cumplimiento y desarrollo de negocios actuales y eventuales. Alcanza asimismo a los subcontratistas.

(5) Plazos y presupuestos. Que considera elementos como calendarios y presupuestos razonables, su holgura, provisión para contingencias, capacidad del proyecto ante catástrofes y grado de avance en diseño e ingeniería al inicio de las obras.

(6) Aspectos institucionales. Factores políticos, medio ambientales, autorizaciones estatales, características de la regulación.

(7) Seguros. En distintas etapas del proyecto que abarquen daños a la construcción, responsabilidad civil y lucro cesante.

Bonos operativos.

1°. Tiempo. El contrato de emisión de bonos operativos se celebra una vez que se autorizó la puesta en servicio de la totalidad de las obras que forman parte del contrato de concesión, de manera que se encuentren habilitadas para la operación y explotación.

2°. Montos. Se emiten bonos al efecto de prepagar de inmediato las deudas a los bancos acreedores de contratos de crédito, de manera que el monto de la emisión sea suficiente para el pago total del capital, intereses y de gastos asociados. Además abarcan los costos operacionales y de manutención mayor de la obra de infraestructura.

3°. Riesgos. La calificación considera aspectos como el análisis de la demanda del servicio que presta la obra de infraestructura y otros relacionados.

V. Fuentes de fondos para el repago de los bonos.

1°. En términos generales el origen de los fondos para el repago de las emisiones de bonos de infraestructura es autosostenido⁹, esto importa que la capacidad de pago de las deudas provienen de las fortalezas propias de la concesión, específicamente de flujos futuros; al contrario de las emisiones sustentadas en los activos de una empresa en operación.

2°. En todo caso, para identificar con mayor precisión las fuentes de repago de bonos, cabe distinguir nuevamente entre bonos preoperativos y operativos.

Bonos preoperativos. Al tratarse de un financiamiento de proyectos o “Project finance” los fondos provendrán prácticamente sólo de flujos futuros como estimaciones de demanda del uso de las obras construidas.

Bonos operativos. Este es un caso de un “revenue bond” o “bono de ingresos”, que generalmente sólo provienen de la demanda de la obra¹⁰.

⁹ FELLER RATE (1998) Pp. 2, 6 y 7.

¹⁰ FELLER RATE (1998) p. 2; FELLER RATE (2003) p. 4; NUÑEZ PALACIOS (2003) Pp. 11 y 12.

Se hace la distinción entre bonos porque en la regulación chilena en materia de concesiones existen dos mecanismos que permiten a las concesionarias recibir pagos estatales a efectos de construir ingresos que también constituyen fuente para el repago, cuales son: (i) ingresos mínimos garantizados y (ii) subvenciones.

Ingresos mínimos garantizados (IMG`s).

1°. Naturaleza jurídica. Al momento de su establecimiento se concibe como un instrumento de orden eminentemente práctico para mitigar riesgos y no se prevé su calificación jurídica, que en primer término se conoce como una garantía, luego como un seguro y en la actualidad el art. 7° de la ley de concesiones de obras públicas lo asimila a un subsidio.

2°. Concepto. Obligación que asume el Estado emanada del contrato de concesión, para garantizar al concesionario ingresos mínimos por tráfico, a condición suspensiva negativa, para no recibir cierta parte de sus ingresos cuando la rentabilidad sea mayor a un valor determinado¹¹.

3°. Objeto. Obtener mejoras en la capacidad de la concesionaria para la obtención de financiamiento, en cuanto disminuye la incertidumbre vinculadas con la demanda proyectada al dar una base de ingresos a la empresa. Además mejora el costo del crédito.

Subvenciones.

Por razones de interés público, se contempla el pago de una subvención por parte del Ministerio de Obras Públicas a concesiones que a una determinada tarifa máxima, no son rentables privadamente. Se diferencian de los IMG`s pues se establecen expresamente en las bases de licitación.

Además existen otros mecanismos de distribución de ingresos a la concesionaria de origen estatal, como: mecanismos de cobertura cambiaria y licitación por el valor presente de los flujos de pago.

VI. Garantías.

1°. En este apartado se incluyen garantías de terceros privados, pues las garantías estatales cuyo carácter es aún discutido, entre nosotros funcionan como una fuente de ingresos para las concesionarias y se trataron con anterioridad.

2°. Existen garantías endógenas y exógenas.

Garantías endógenas.

1°. En términos generales son las cauciones que puede otorgar la concesión, y se relacionan con activos sociales propios, fundamentalmente los del negocio mismo.

¹¹ ALVARADO, QUIJADA (2005) Pp. 143 a 150.

2º. Se incluyen en esta clase de garantías:

(1) Prenda especial de concesión de obra pública. Dispuesta en el art. 21 de la ley de concesiones de obra pública, que autoriza al concesionario a preñar flujos e ingresos futuros de la concesión, ceder o preñar libremente cualquier pago ofrecido por el fisco que conste en el contrato; sin autorización del Ministerio de Obras Públicas.

(2) Prenda industrial. Regulada en la ley 5687 de 1935, que elimina el desplazamiento de los bienes preñados en cuanto el legislador entendió que dada su destinación es óptimo que sean utilizados a efectos de generar los flujos aptos para cubrir las acreencias. Conforme al art. 23 de la misma ley la garantía recae sobre cosas muebles, para caucionar obligaciones dentro del giro del negocio, conservando el acreedor su tenencia y uso.

(3) Prenda de valores mobiliarios a favor de bancos. Establecida en el art. 118 de LMV, recae sobre acciones nominativas de sociedades anónimas o en comandita, previa notificación al deudor excepto si son a la orden. El banco tiene el derecho de hacerse pagar con el valor de la cosa preñada frente al incumplimiento de todas o parte de las obligaciones del deudor con la institución, con preferencia a los restantes acreedores del deudor.

3º. Además es posible considerar dentro de las garantías endógenas, las constituidas por los accionistas de la sociedad concesionaria como cartas de resguardo y cartas de crédito stand by.

Garantías exógenas.

1º. Concepto. Superan la tradicional estructura de emisión de bonos donde la concesionaria determina los riesgos a los que se afecta, al integrar a un tercero a efectos de mejorar el perfil crediticio de las obligaciones.

2º. Tipos. (i) Garantías de aseguradoras de bonos o monoliners y (ii) securitización.

3º. Importancia. En materia de bonos y específicamente de infraestructura, las garantías exógenas cobran mayor importancia que las propias de la concesión, en cuanto las primeras no son de ejecución inmediata.

Garantías de aseguradoras de bonos o monoliners¹².

1º. Son aseguradoras internacionales que tienen un solo tipo de negocio cual es el asegurar emisiones de títulos de deuda. Por consiguiente poseen un importante rol en el financiamiento del sector público al darle acceso al mercado de capitales.

2º. Operan fundamentalmente en tres sectores de operación:

¹² ALVARADO, QUIJADA (2005) Pp. 153 a 156.

(1) US Municipal bond market. Dentro de Norteamérica, aseguran obligaciones estatales y de gobiernos locales, y también garantiza deudas de entidades que surten necesidades públicas esenciales como salud, educación y transporte.

(2) US Asset- backed securities market. Dentro de Norteamérica, aseguran créditos cuya fuente esté soportada en hipotecas, cuentas por cobrar y pools de bonos corporativos respaldado en otros activos.

(3) Mercado internacional. Fuera de América dan garantías financieras a un amplio rango de operaciones como deuda soberana y cuasi soberana, obras de gobiernos locales e infraestructura con financiamiento de proyectos (cual es la presente hipótesis monográfica).

3°. Obligación esencial. La garantía del monoliner asegura incondicionalmente el pago del principal en tiempo y forma, incluidos intereses frente a una prima a una tasa convencional. Se diferencia de los seguros convencionales pues estos se sujetan a condición para el cumplimiento de contrato, de manera que los métodos y estándares de los monoliners son más complejos que el resto de las compañías de seguros, fundados en la estabilidad del activo que se autosustenta en tanto flujos de pago esperados.

4°. Obligación de reembolso. Se vincula con la esencial, en cuanto es la forma en que se hace efectiva frente al incumplimiento del emisor.

(1) El monoliner aceptará emitir y entregar la póliza de seguro a los inversionistas al cumplimiento de ciertas condiciones previas de acuerdo a cada operación. En el ámbito de bonos de infraestructura destacan: (i) El pago de una prima de seguro periódica, que incluso podría incluir una cláusula de caducidad del plazo facultativa para la aseguradora, (ii) imposición de covenants que ante el incumplimiento finalice con la no operación del seguro, incluso a los inversionistas se les exija que eventualmente se abstengan de solicitar la quiebra del emisor o en general medidas similares y (iii) conseguir ciertas autorizaciones, creación de cuentas donde se depositen dineros, pago de ciertos impuestos, confección de informes legales y técnicas, entre otras condiciones estipuladas.

(2) Requisitos de procedencia. Para hacer efectivo el seguro se requiere (i) incumplimiento de una obligación por parte del emisor, que esté asegurada por la garantía del monoliner, (ii) que el emisor no incumpla condiciones previas, (iii) notificar del incumplimiento a la compañía de seguros, en la forma y tiempo pactados, (iv) que el acreedor no haya solicitado la quiebra o similares y (v) que el crédito no esté subordinado a otro.

5°. Objetos del seguro.

(a) Para el tomador del seguro, reduce los costos del financiamiento al mantener bajos los intereses, ampliando el acceso a capitales y siendo más atractivo para inversionistas institucionales e individuales.

(b) Desde el punto de vista de los inversionistas el seguro opera como una garantía incondicional de pago del capital e intereses en tiempo y forma, y en general que el beneficio del monitoreo constante durante el desarrollo y fin de la operación, sobremanera

respecto de su incumplimiento de manera que la operación se mantenga bien evaluada y líquida en el mercado.

(c) Desde un punto de vista práctico, la generalidad de las operaciones aseguradas con monoliners, quedan clasificadas en AAA, esto es con prácticamente cero pérdidas aún cuando las clasificadoras de riesgo toman en cuenta otros varios criterios como historia financiera, perspectiva y calidad de administración del negocio, respaldo de activos, entre otros. De hecho en materia de emisión de bonos de infraestructura vial en Chile, tan sólo una de ellas no ha sido clasificada como AAA.

Securitización.

1°. Se coincide en que esta área es una de las más dinámicas, flexibles y creativas de los mercados de capitales avanzados¹³, cuyo objeto es: (i) dar liquidez a activos ilíquidos, transformándolos en sucurities, (ii) optimizar las soluciones para las varias necesidades de financiamiento en cuanto combinen de forma adecuada inversión, rentabilidad y riesgo y (iii) especialmente, asilar del riesgo de su propietario ciertos activos o derechos.

2°. Al efecto del financiamiento de infraestructura los activos securitizables son: (i) los derechos de cobro por el uso de las obras y (ii) potenciales subsidios estatales. En ambos casos son factibles de securitizar pues actualmente la SVS lo permite sin necesidad de la existencia de un título de crédito cual es el caso de los flujos futuros (art. 135 LMV, reforma de 1999) y respecto a los subsidios no hay dificultades.

VI. Conclusión.

1°. Podemos concluir que los bonos de infraestructura constituyen títulos de tipo valor, de carácter crediticio, con vencimiento superior a un año, pero de oferta pública atenuada al tratarse preliminarmente las condiciones de emisión con los inversionistas institucionales, y seriado con características distintas para cada inversionista.

2°. Desde la aparición de los bonos de infraestructura en Chile hacia 1998, se han alzado como un valioso instrumento de financiamiento para superar el déficit de obras públicas y de consiguiente competitividad existente, conforme a los niveles de crecimiento esperados. Han sido emitidos fundamentalmente por empresas concesionarios de obras viales y por el aeropuerto de Santiago, y en la actualidad los fondos recaudados a través de este método constituyen parte relevante de la inversión privada en obras públicas

3°. Sobrevenidos los efectos de la crisis subprime la calificación de riesgo de los bonos de infraestructura, ha sido revisada a la baja de la tradicional AAA en las emisiones chilenas, que trae aparejados un mayor costo del financiamiento y menores perspectivas de éxito respecto a emisiones futuras. En todo caso aún hay seguridad que serán pagados en tiempo y forma.

¹³ FELLER RATE (1998) Pp. 11 y 12.

4°. De todas manera consignar que de parte de la Asociación gremial de concesionarios de obras de infraestructura pública, las proyecciones hacia 2020 respecto a los bonos de infraestructura, no son tan auspiciosas como a principio de este siglo; pues se prevé que las concesiones de los próximos años tendrán mayor aporte estatal, redefiniendo el financiamiento clásico de la industria anterior a 1990. De esta forma puede no ser el financiamiento de proyectos el mejor modelo para las concesiones de nueva generación, dada la caída en los ingresos por concepto de uso de las obras y por la baja de la reputación de los monoliner; tomando cierta relevancia el activo subyacente sobre los flujos futuros.

VII. Bibliografía.

ALVARADO, CARMEN y QUIJADA, SEBASTIÁN. 2005. Marco jurídico para el financiamiento de inversiones en infraestructura. Tesis Universidad de Chile, Facultad de Derecho.

Archivos de noticias CNN en español, lanacion.cl y economiaynegocios.cl. Labels: bono de infraestructura, financiamiento de proyectos, monoliner.

CHADWICK, HERNÁN. 2009. Modalidades de gestión y financiamiento de servicios de infraestructura al 2020. Presentación en COPSA Marzo de 2009. Santiago, Chile.

Decreto MOP n° 900 año 1996. Concesiones de obra pública.

DÍAZ, JOHN. 2009. Financiamiento de proyectos de concesiones. Presentación en Universidad de Chile, Ingeniería Industrial Junio de 2009. Santiago, Chile.

FELLER RATE. 1998. Bonos para concesiones de infraestructura. En Revista Visión de Riesgo Clasificadora de riesgo Feller & Rate Edición Marzo de 1998. Santiago, Chile.

FELLER RATE. 2003. Emisión de bonos de infraestructura en Chile: una experiencia exitosa. En Revista Visión de Riesgo Clasificadora de riesgo Feller & Rate Edición Junio de 2003. Santiago, Chile.

FREIRE, JAVIER. 1999. Bonos de infraestructura: ¿La solución al financiamiento de proyectos en Chile? En Revista Latinoamericana de Estudios Urbano Regionales. Pontificia Universidad Católica de Chile. Santiago, Chile.

Leyes N°S 18045 Mercado de valores año 1981 y 5687 prenda industrial año 1935.

NÚÑEZ, SANDRA y PALACIOS, PAULA. 2003. Estudio del comportamiento de los bonos de infraestructura. Tesis Universidad de Chile, Facultad de Economía y Negocios. Santiago, Chile.