

En los mercados financieros desarrollados existe una amplia historia de emisiones de deuda estructuradas con el objetivo de financiar inversiones en activos o proyectos, caracterizados por la existencia de flujos futuros con un cierto grado de certidumbre sobre su ocurrencia.

En los últimos años, el crecimiento de este tipo de emisiones en los mercados emergentes ha sido sostenido, impulsado por la existencia de inversionistas institucionales, como fondos de pensiones y compañías de seguros, que han generado la demanda necesaria para que estas estructuras busquen financiamiento en los mercados locales.

Este tipo de financiamiento es una solución práctica y factible para satisfacer la gran necesidad de inversión en infraestructura, principalmente de uso público, que muestran los países emergentes.

Un caso exitoso de estas estructuras se ha dado en Chile, donde, a partir de finales de la década de los noventa, se generó una gran cantidad de emisiones de deuda para financiar proyectos de infraestructura, principalmente vial. Estas fueron calificadas en su totalidad por Feller Rate.

**Emisiones de Financiamiento de Infraestructura
Calificadas por Feller Rate en Chile**

Entidad	Calificación Vigente (escala local chilena)	Monto Emitido (millones US\$)*
Ruta del Maule	NR	259
Ruta de la Araucanía	NR	276
Ruta del Bosque	A	509
Autopista del Sol	AAA	274
Rutas del Pacífico	AAA	459
Autopista Los Libertadores	AA-	125
Concesionaria Melipilla	BBB	25
Autopista Central	AA	497
Costanera Norte	AAA	363
Vespucio Norte Express	A-	650
Autopista del Maipo	A	451
SCL Terminal Aéreo de Santiago	NR	107
Autopista Interportuaria	A+	38
Autopista Vespucio Sur	AA-	229
Hospitales San José Technocontrol	AAA/AA**	241
Total Histórico		4.504

NR: sin calificación vigente.

(*) Tipo de cambio al 31 de marzo de 2016.

(**) Emisión senior "AAA" y emisión subordinada "AA".

Contacto: Claudio Salin G.
claudio.salin@feller-rate.com

**CLAVES PARA ANALIZAR
ESTAS ESTRUCTURAS**

■ PREDICTIBILIDAD DE LOS FLUJOS ESPERADOS

Una característica relevante para estas estructuras es que los activos que las compongan tengan una capacidad de generación de flujos, con un comportamiento razonablemente predecible.

El análisis deberá determinar la capacidad del activo o proyecto para generar flujos suficientes para cubrir sus costos operacionales y pagar el servicio de su deuda, durante toda la vida de la obligación. Esto implica generar proyecciones de flujos y efectuar análisis de sensibilidad, donde se estima cuál es la capacidad del proyecto para soportar escenarios desfavorables, incluso catastróficos.

■ ETAPAS DE UN PROYECTO

En el caso de emisiones estructuradas para el financiamiento de proyectos, el análisis debe considerar la etapa en que se encuentran estos, preoperativa u operativa, evaluando distintos escenarios para cada una.

Etapa Preoperativa

En la etapa preoperativa los riesgos claves para analizar son los sobrecostos y atrasos en relación con lo planificado. Durante esta fase, todos los riesgos, salvo algunos muy acotados y de baja probabilidad de ocurrencia, deben ser traspasados a terceros que posean suficiente solvencia, con el objetivo de asegurar que existirán fondos suficientes para cubrir el servicio de la deuda de la estructura.

En esta etapa, además de la fortaleza de los contratos de construcción y montaje, la protección para los acreedores del proyecto se deriva de la solvencia de los contratistas. Esta, si se determina como suficiente, permite que los contratos puedan ser considerados como un mecanismo para mitigar los riesgos.

La medición de solvencia se realiza, normalmente, por medio de una calificación de riesgo de Feller Rate, pública o privada, o por un examen similar. Asimismo, se evalúa lo comprometido en el contrato en relación con la capacidad del contratista.

Etapa Operativa

En la etapa operativa del proyecto, el aspecto más relevante es la predictibilidad de los flujos. Estos dependen principalmente de la demanda futura, precios/tarifas y otros elementos, como subsidios y garantías.

En esta fase, un aspecto a evaluar es la seriedad, capacidad de gestión y solvencia de los *sponsors* y sus propietarios. Esto es particularmente cierto cuando determinados flujos de ingresos, incluyendo subsidios e ingresos mínimos garantizados, pueden verse afectados ante el término anticipado de una concesión o contrato relevante.

■ CADA PROYECTO ES UN MUNDO EN SÍ MISMO

Una de las características propias de los proyectos a financiar mediante este tipo de estructuras es su alto grado de especificidad. Lo anterior impide hacer generalizaciones o establecer criterios que sean de aplicación universal. Esto se evidencia no sólo entre proyectos o activos de distinta naturaleza, como aeropuertos, carreteras, bienes raíces o infraestructura pública, sino incluso entre aquellos que pertenecen a un mismo rubro. En efecto, cada proyecto tiene características propias, con regulaciones específicas, riesgos constructivos y operativos distintos, además de fuentes de ingresos que pueden ser muy disímiles.

■ ESTRUCTURA AUTOSOSTENIDA CON SOLVENCIA SEPARADA DE SUS PROPIETARIOS

Como veíamos, en estas estructuras la característica esencial es que la capacidad de pago de la emisión depende, fundamentalmente, de sus flujos futuros. Esto implica que el análisis debe considerarlas como entes autónomos y autosostenidos.

El éxito de la emisión se relaciona, principalmente, a la capacidad que tenga la estructura, incluyendo todo el andamiaje legal y financiero, de separar la solvencia de los propietarios de la solvencia del proyecto o activo a financiar.

Normalmente, la estructuración considera la creación de un vehículo de inversión, el cual será el emisor de la deuda que financiará la inversión.

Para determinar el grado de fortaleza de la estructura, lo principal es el análisis de las características de los contratos involucrados, tanto en la constitución del vehículo de inversión, como de la emisión. Estos documentos y sus anexos son los que contienen la estructura para que existan adecuados y completos mecanismos de aislación entre los accionistas de la sociedad emisora y el proyecto.

Para estos efectos, a nivel del contrato de emisión, se evalúan tanto los resguardos del instrumento como las garantías:

➤ **Resguardos del instrumento:** cláusulas del contrato de emisión en las que el deudor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, someter sus operaciones a ciertas restricciones y/o a cumplir determinadas condiciones en

sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos.

Uno de los mecanismos más importantes para la aislación financiera es la estructura de cuentas restringidas, no restringidas y de libre disposición, con sus fuentes y usos de fondos claramente definidos.

Idealmente, estas cuentas deben ser controladas por un banco administrador independiente.

➤ **Garantías del instrumento:** todas las cauciones, reales o personales que se estipulan en el contrato y que tienen por objetivo proteger el pago de las obligaciones de la emisión.

Una garantía será considerada como mitigadora de riesgo o mejorador de solvencia cuando asegure, en algún grado, el pago en tiempo y forma de las obligaciones de la emisión.

Gran parte de la estructuración del vehículo de inversión depende del marco legal de cada país, constituyéndose, habitualmente, sociedades de propósito especial (SPV) o consorcios. Sin embargo, la utilización de entidades como fondos de inversión y fideicomisos tienen una gran ventaja: su característica principal de patrimonio separado genera una máxima aislación respecto de los tenedores de cuotas o valores de fideicomiso, facilitando la estructuración final de la emisión.

CONCLUSIONES

Las emisiones de deuda estructuradas para financiamiento de activos y/o proyectos son instrumentos muy adecuados para los portafolios de inversionistas institucionales, como fondos de pensiones y compañías de seguros. En especial, estos valores pueden facilitar el calce entre sus pasivos y activos por los plazos y estructuras de servicio de la deuda que poseen.

Por otra parte, una estructuración correcta puede determinar, con cierta certeza, la solvencia asociada a la emisión, gestionando los resguardos, garantías y perfiles de la estructura.

Adicionalmente, figuras como los fondos de inversión y los fideicomisos de oferta pública permitirían a un inversionista institucional acceder a la emisión de deuda y a la emisión de capital. Ambas opciones tienen, generalmente, calificación de riesgo por parte Feller Rate, facilitando a los diversos agentes del mercado sus decisiones iniciales y su seguimiento en el tiempo. **FR**