

Los fondos de pensiones y las inversiones en PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA

GIANCARLO CHANG * Y GUSTAVO REINOSO **

La existencia de una adecuada infraestructura es uno de los requisitos para lograr un crecimiento económico sostenido en el largo plazo. Una mayor participación de los fondos de pensiones en proyectos de infraestructura puede contribuir a la reducción de ese déficit que enfrenta el país, además de beneficiar a los afiliados de las AFP con la obtención de mejores retornos. Por ello, es importante establecer las condiciones adecuadas para que las AFP puedan canalizar sus recursos para invertir en dichos proyectos.

* Especialista en mercado de capitales y regulación del sistema financiero del BCRP.
giancarlo.chang@bcrp.gob.pe

** Especialista en mercado de capitales y regulación del sistema financiero del BCRP.
gustavo.reinoso@bcrp.gob.pe

En el Perú, se ha estimado que la brecha de inversión en infraestructura para el período 2012–2021 asciende a US\$ 87 975 millones¹. Además, Mia et al. (2007)² señala que la brecha de infraestructura en los países latinoamericanos muestra una distancia considerable con respecto a Alemania³: los países más rezagados son el Perú y Colombia, mientras que Chile es el mejor posicionado.

Estos resultados sugieren la existencia de un déficit importante en infraestructura en el Perú y, por ende, la necesidad de evaluar políticas que permitan reducirlo. Una opción exitosa en varios países, ha sido incentivar la inversión en proyectos de infraestructura por parte de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP), lo que contribuiría también al desarrollo del mercado de capitales peruano. Sin embargo, esto requiere que el Estado proporcione las condiciones de mercado necesarias para que los proyectos puedan realizarse de forma oportuna y eficiente.

Una mayor participación de los fondos de pensiones en el financiamiento de proyectos de infraestructura tiene potenciales efectos positivos para el Estado, las AFP y sus afiliados, los cuales se resumen en el Cuadro 1.

A. INVERSIÓN DE LAS AFP EN PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA

Las inversiones en infraestructura de las AFP

alcanzan los S/. 10 812 millones (10,9% del total del fondo) a febrero de 2013, como se muestra en el Cuadro 2. Además, se observa que el 59% de este tipo de inversiones se concentra en el sector energía, seguido de los sectores transporte (20%) y telecomunicaciones (14%)⁴.

Estos proyectos de infraestructura han sido desarrollados tanto a través de concesiones clásicas y de asociaciones público privadas (APP). Algunos ejemplos de APP son el Consorcio Tránsito Olmos y las carreteras interoceánicas IIRSA Sur e IIRSA Norte; y ejemplos de concesiones son el Consorcio Transmantaro, Terminales Portuarios Euroandinos – Paita, H2Olmos y Consorcio Agua Azul.

Las modalidades con las que cuentan las AFP para financiar proyectos de infraestructura son las siguientes:

- a. **Inversión directa.** Esta se realiza por medio de la compra, en un mecanismo centralizado de negociación o en el mercado *over-the-counter* (OTC), de instrumentos de deuda o de acciones emitidas por las empresas concesionarias de los proyectos de infraestructura. El Cuadro 3 muestra algunos ejemplos para el caso de bonos. Asimismo, las empresas concesionarias pueden obtener financiamiento a través de la titulación de los derechos de pago futu-

CUADRO 1 Beneficios derivados de la inversión de los fondos de pensiones en proyectos de infraestructura	
Ventajas para las AFP	Ventajas para el Estado
Planificación óptima de la cartera a largo plazo, debido al plazo de los proyectos de inversión y mediante mecanismos de aseguramiento de ingresos apropiados (públicos o privados).	Ayuda a la consolidación fiscal del presupuesto público, facilitando recursos para otras partidas de gasto social, o para reducir la presión fiscal de cualquier país.
La participación de las AFP en la inversión en infraestructura reduciría el riesgo político y riesgo regulatorio, ante una mayor disciplina por parte de los gobiernos con respecto a los contratos y las reglas de juego, dado que están involucradas las pensiones de la población.	Si el presupuesto público no fuera capaz de ejecutar el proyecto por problemas cíclicos, la participación del sector privado podría amortiguar el coste de oportunidad.
La financiación de un proyecto de inversión de largo plazo correctamente diseñado ofrece normalmente una buena relación riesgo/beneficio.	Mayor probabilidad de mejoras de la calidad, a un coste inferior, que las provisiones públicas, dada la mayor transparencia en el funcionamiento de los incentivos hacia los agentes interesados.
La participación en proyectos de inversión local elimina algunos riesgos financieros como la fluctuación del tipo de cambio.	Mejora la asignación de recursos, trasladando el coste de las infraestructuras al usuario o beneficiario.
La opinión pública puede mostrarse más favorable a la gestión de las AFP, si pueden observar que invierten en infraestructuras que generan en el presente mejoras en la calidad de vida de la sociedad, al mismo tiempo que mejora el perfil de riesgo y rentabilidad del portafolio.	Los potenciales beneficios de la gestión privada de las infraestructuras, con el soporte financiero de las AFP, se traducen en mejoras de bienestar de la propia población al incrementar el nivel de vida de las personas jubiladas.

FUENTE: BBVA RESEARCH (BALANCE Y PROYECCIONES DE LA EXPERIENCIA EN INFRAESTRUCTURA DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LATINOAMÉRICA).

¹ Cifra proveniente del Plan Nacional de Infraestructura presentado en 2012, realizado por la Universidad del Pacífico y la Universidad ESAN por encargo de la Asociación para el Fomento de la Infraestructura Nacional (AFIN).
² Mia, I.; Estrada, J y T. Geiger (2007). "Benchmarking National Attractiveness for Private Investment in Latin American Infrastructure", World Economic Forum.
³ El indicador que se analiza es el índice de brecha cualitativa de la infraestructura (*Infrastructure Quality Gap Index-IQGI*), el cual incorpora en su cálculo diversos tipos de infraestructuras. Para estimar este indicador, se tiene como referencia el desarrollo alcanzado por Alemania, que fue el país que mejor dotación alcanzó.
⁴ El cuadro muestra las inversiones de las AFP en proyectos de infraestructura o en empresas que proveen de servicios públicos o infraestructura pública.

CUADRO 2 ■ Inversión de las carteras administradas en infraestructura dentro del territorio peruano (al 28 de febrero de 2013)

Sector	Sub Sector	Millones de S/.	% Fondo de Pensiones
Telecomunicaciones	Telecomunicaciones (1)	1 464	1,5%
	Total Sector Telecomunicaciones	1 464	1,5%
Energía	Distribución Eléctrica (2)	1 276	1,3%
	Generación Eléctrica (3)	3 266	3,3%
	Transmisión eléctrica (4)	217	0,2%
	Proyectos Hidroenergéticos (5)	202	0,2%
	Hidrocarburos (6)	1 386	1,4%
	Total Sector Energía	6 348	6,4%
Infraestructura de Transporte	Redes Viales (7)	1 976	2,0%
	Ferrocarriles (8)	11	0,0%
	Aerocomercial y Portuario (9)	204	0,2%
	Total Sector Infraestructura de Transporte	2 191	2,2%
Saneamiento	Saneamiento (10)	617	0,6%
	Total Sector Saneamiento	617	0,6%
Infraestructura para la Salud	Infraestructura para la Salud (11)	192	0,2%
	Total Sector Infraestructura para la Salud	192	0,2%
Total Infraestructura		10 812	10,9%

1. TELEFÓNICA MÓVILES, AMÉRICA MÓVILES Y TELEFÓNICA DEL PERÚ. 2. LUZ DEL SUR, EDELNOR Y FONDO DE INVERSIÓN ENERGÉTICO AMERICANO DE LARRAÍN VIAL. 3. CHINANGO, CAHUA, DUKE EGENOR, EDEGEL, ENERSUR, ELECTROANDES, INKIA ENERGY, FONDO DE INVERSIÓN ENERGÉTICO AMERICANO DE LARRAÍN VIAL, KALLPA, SOUTHERN CONE Y FONDO DE INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA DE AC CAPITALES. 4. CONSORCIO TRANSMANTARO, FONDO DE INVERSIÓN ENERGÉTICO AMERICANO DE LARRAÍN VIAL, RED DE ENERGÍA DEL PERÚ, AGUAYTÍA Y FONDO DE INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA DE AC CAPITALES. 5. CONSORCIO TRASVASE OLMOS Y FONDO DE INVERSIÓN ENERGÉTICO AMERICANO DE LARRAÍN VIAL. 6. RELAPASA, TRANSPORTADORA DE GAS DEL PERÚ, PERÚ LNG, PLUS CAMISEA, HUNT OIL, FONDO DE INVERSIÓN ENERGÉTICO AMERICANO DE LARRAÍN VIAL, MAPLE ENERGY PLC Y FONDO DE INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA DE AC CAPITALES. 7. IIRSA SUR (TRAMOS 2, 3 Y 4), IIRSA NORTE, INTEROCEÁNICA V, CRPAO PEN TRUST, CRPAO VAC TRUST Y FIDEICOMISO DE INFRAESTRUCTURA. 8. FONDO DE INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA DE AC CAPITALES. 9. TERMINALES PORTUARIOS EUROANDINOS - PAITA, LIMA AIRPORT PARTNERS Y FONDO DE INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA DE AC CAPITALES. 10. H2OLMOS, CONSORCIO AGUA AZUL, FONDO DE INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA DE AC CAPITALES Y FIDEICOMISO DE INFRAESTRUCTURA. 11. PERU PAYROLL DEDUCTION FINANCE LIMITED.

FUENTE: SBS - INVERSIÓN DE LAS CARTERAS ADMINISTRADAS DE LAS AFP EN INFRAESTRUCTURA.

ros que serán realizados por el Estado, en la medida que avance la construcción de las obras de infraestructura. Estos derechos de pago futuros (cofinanciamiento del Estado) se establecen en el contrato de la APP. Así, por ejemplo, en el desarrollo de las carreteras interoceánicas IIRSA Sur e IIRSA Norte, se creó la figura del Certificado de Avance de Obra (CAO)⁵ y el Pago por Avance de Obra (PAO), que se encuentra representado en Certificados de Reconocimiento de Derechos sobre el PAO (CRPAO)⁶. A través de la enajenación de los CRPAO (que ofrece a su tenedor pagos semestrales durante 15 años), los concesionarios pueden obtener financiamiento de los inversionistas institucionales, entre ellos las AFP.

Cabe mencionar que las AFP poseen bonos de titulización CRPAO PEN Trust # 1 Series 2008-100 por S/. 139,8 millones y bonos de titulización CRPAO VAC Trust Series 2009-100 por S/. 61,4 millones a diciembre de 2012.

b. Inversión indirecta. Este tipo de inversión hace referencia a:

- La compra a través de un mecanismo centralizado de negociación (como la Bolsa de Valores de Lima, BVL) de instrumentos de deuda o acciones emitidas por empresas relacionadas o que intervienen en proyectos de infraestructura⁷.
- La adquisición de cuotas de participación de fondos de inversión especializados en Infraestructura, así como el fideicomiso de inversión en infraestructura. Es conveniente que parte de las inversiones se canalice bajo esta modalidad, debido a que los gestores de los fondos de inversión especializados pueden tener mayores conocimientos sobre la valoración de proyectos desde su etapa inicial, pre-operativa o en fase de construcción (“greenfield projects”)⁸.

Sin embargo, no existen muchos fondos de inversión dedicados a infraestructura en los cuales las AFP puedan comprar participación (como se observa en el Cuadro 4). Asimismo, la ausencia de proyectos de infraestructura con una estructura financiera adecuada y los largos plazos para el desarrollo de los procesos de concesión son los principales factores que detienen el proceso de inversión en infraestructura

⁵ El CAO es expedido por el regulador conforme a la evaluación y certificación mensual del avance de obras ejecutado por el concesionario.

⁶ El CRPAO es un documento de carácter financiero que representa la obligación incondicional e irrevocable de pago de la República del Perú con cargo al presupuesto anual del Ministerio de Transporte y Comunicaciones (no caracteriza como endeudamiento público).

⁷ Por ejemplo, compra de acciones y/o bonos de Luz del Sur, Edegel, Edelnor, Enersur o Telefónica. Cabe destacar que la captación que realicen las empresas no necesariamente se destina a la inversión en el desarrollo de infraestructura.

⁸ Cabe tomar en cuenta que la aptitud y calificación (“know-how”) de los gestores de inversión de las AFP radica principalmente en valorar las inversiones de deuda y capital de empresas en marcha que ya disponen de flujos de caja.

CUADRO 3 | Bonos de proyectos de infraestructura comprados por las AFP

Proyecto	Fecha de primera emisión
• Kallpa Generación, recursos para la conversión a ciclo combinado de las tres turbinas existentes que operan con el gas natural de Camisea en su planta de Chilca, mediante la construcción e instalación de una turbina de vapor de 280 MW.	Noviembre de 2009 *
• Perú LNG, financiamiento para la construcción y operación de una planta de licuación en Pampa Melchorita (Chincha) que se encargará de la exportación de gas natural proveniente del yacimiento Camisea al mercado mexicano, en primer término.	Noviembre de 2009 **
• Transportadora de Gas, fondos para la expansión del sistema de transporte de gas natural para abastecer el mercado local.	Agosto de 2004
• Pluspetrol Lote 56, recursos para reembolsar los costos del proyecto de extracción de gas natural y líquidos de gas natural del Lote 56 del proyecto Camisea. Además, los recursos servirán para financiar inversiones en nuevos pozos exploratorios con el fin de incrementar el nivel de reservas certificadas.	Julio de 2010 *

* FUE LA ÚNICA FECHA DE EMISIÓN. EN EL CASO DE PLUSPETROL LOTE 56 SE REALIZARON DOS EMISIONES EN ESA FECHA. ** EN ESA FECHA SE REALIZARON CUATRO EMISIONES.
FUENTE: EMISORES.

de las AFP. En particular, esta situación hace difícil que los administradores de los fondos de inversión puedan canalizar los recursos ya comprometidos y desembolsados de las AFP.

Los plazos totales en la entrega de las concesiones impiden que los proyectos de infraestructura se conviertan en alternativas de inversión prioritarias para las AFP. Tomando en cuenta los seis proyectos que se ilustran en el Cuadro 5, el tiempo promedio es de casi seis años desde que se concibe y genera el proyecto hasta que se entrega la concesión (no incluye el financiamiento).

Por otro lado, en junio de 2009, la Asociación de AFP formalizó la creación de un fideicomiso de inversión en infraestructura, como patrimonio autónomo para inversión en instrumentos de deuda de proyectos en dicho sector. La inversión comprometida es de US\$ 400 millones, dirigida principalmente a 20 proyectos de infraestructura incluidos en los

Decretos de Urgencia 047-2008 y 121-2009⁹.

El esquema del fideicomiso, que se ilustra en el Gráfico 1, es el siguiente:

- Las AFP realizarán aportes en efectivo a cambio de certificados de participación patrimonial, que no son negociables. Dichos aportes se harán efectivos cuando se tengan definidos los proyectos de inversión.
- El fideicomiso participará en los proyectos a través de la adquisición de estructuras de deuda, cuyo retorno dependerá básicamente del interés que generen éstas, las que se mantendrán hasta el vencimiento.
- La administración del fideicomiso corresponderá a una entidad previamente autorizada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. En este caso, el fiduciario es el Banco de Crédito del Perú, que tendrá a su cargo las funciones de registro y de valorización de inversiones, así como de la pre-

CUADRO 4 | Fondos de inversión especializados en infraestructura

Características	Fondo de Inversión en Infraestructura, Servicios Públicos y Recursos Naturales	Fondo Larraín Vial Energético Americano FI	Fondo de Infraestructura Brookfield Perú	Fondo de Inversión en Infraestructura Sigma Plus Partners Perú
Tipo de Fondo	Infraestructura local	Private equity exterior	Infraestructura local	Infraestructura local
Sociedad Administradora	AC Capitales SAFI	Larrain Vial SAFI	Brookfield - AC Capitales SAFI	Sigma Plus Partners
Categoría de riesgo	A	A	A	A
Fecha de creación	2004	2008	2010	2012
Duración del fondo	30 años	12 años	12 años (prorrogable por 3 años)	12 años
TIR	13,32%	22,17%	n.a.	n.a.
Capital comprometido	US\$ 50 millones	US\$ 128,5 millones	US\$ 450 millones	US\$ 87 millones
Participación de las AFP	100%	100%	45%	90%
Sub-Sectores donde invierten	Generación eléctrica; transmisión eléctrica; hidrocarburos; redes viales; aerocomercial y portuario.	Distribución eléctrica; generación eléctrica; transmisión eléctrica; proyectos hidroenergéticos; hidrocarburos.	No se han realizado inversiones	No se han realizado inversiones

FUENTE: ASOCIACIÓN DE AFP.

⁹ Entre los que destacan: Majes-Siguas, Autopista El Sol, Chavimochic, Ferrocarril Cajamarca-Bayóvar, Tren Eléctrico-Línea 1, Isla de San Lorenzo, IIRSA Centro, Puertos de Yurimaguas y Pucallpa, Planta de tratamiento de La Chira, Terminal portuario de San Juan de Marcona, aeropuertos regionales (segundo grupo), Panamericana Sur, Planta de tratamiento Taboada, Trasvase de agua de Huascacocha.

CUADRO 5 ■ Plazo de las concesiones de infraestructura pública

Proceso	Infraestructura	Tipo	Duración (meses)
Olmos	Trasvase de agua	Cofinanciado	89
Red Vial 5	Carreterra	Autosostenible	59
Red Vial 6	Carreterra	Autosostenible	90
Aeropuerto Jorge Chávez	Aeropuerto	Autosostenible	29
IIRSA Norte	Carreterra	Cofinanciado	58
Emfapa Tumbes	Saneamiento	Cofinanciado	59

FUENTE: "PRESENTACIÓN INVERSIONES DE LAS AFP EN INFRAESTRUCTURA" - ASOCIACIÓN DE AFP (SETIEMBRE 2011).

sentación de los estados financieros. Por su parte, los proyectos en que se inviertan deberán contar con la aprobación de un Comité de Inversiones conformado por las AFP.

Los proyectos en los que se ha invertido hasta el momento son: S/. 347,5 millones en la planta de tratamiento de agua de Taboada, y S/. 100 millones en el trasvase de agua de Huascacocha.

B. ALGUNAS RECOMENDACIONES

Los recursos con los que cuentan las AFP no han sido canalizados adecuadamente hacia los proyectos de infraestructura que han venido surgiendo, pese al elevado déficit de infraestructura.

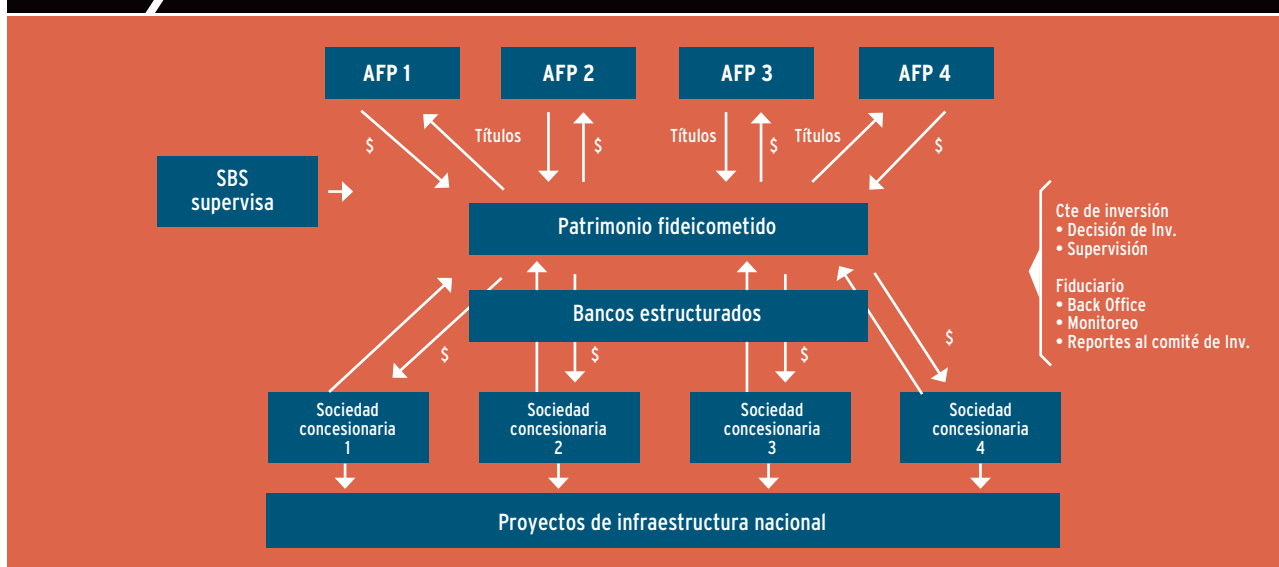
Algunas medidas que permitirían crear las condiciones para que las AFP puedan canalizar en mayor magnitud sus fondos disponibles en el desarrollo de proyectos de infraestructura, son:

- Asegurar que existan suficientes proyectos de inversión. Se debe promover el diseño de concursos que incluyan la ejecución de varias obras de menor envergadura, de tal manera

que el "paquete" resulte atractivo a empresas que garanticen la ejecución de los proyectos.

- Promover una mayor eficiencia en los proyectos de infraestructura, para así eliminar los retrasos innecesarios en las diferentes etapas del proceso.
- Garantizar que las reglas de juego no cambiarán de forma discrecional y que se respetarán los contratos y compromisos asumidos, con el fin de mejorar la confianza de los concesionarios e inversionistas.
- Considerar el listado y la ampliación de capital vía la colocación de acciones en la BVL de las principales empresas estatales, ligadas a la provisión de energía eléctrica, agua y saneamiento, o relacionadas a hidrocarburos (por ejemplo, Electroperú, Sedapal, Petroperú)¹⁰. Además, un beneficio conexo es que las empresas públicas incorporarían las prácticas de buen gobierno corporativo y mejorarían su transparencia de información financiera. ■

GRÁFICO 1 ■ Esquema del fideicomiso de inversión en infraestructura



FUENTE: : SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP.

¹⁰ Se debe tomar como ejemplo los casos exitosos de colocación de acciones de empresas públicas en Colombia (ISA, Ecopetrol).