



# La inversión extranjera acelera el ritmo de las infraestructuras de transporte

→ Las infraestructuras vuelven a ser las protagonistas de la inversión extranjera. El crecimiento de la economía y el exceso de liquidez generan oportunidades interesantes especialmente en el segmento de carreteras, gracias a dos licitaciones puestas en marcha por el anterior Gobierno de Rajoy: el PIC y la privatización de las radiales. En el mercado secundario, la guerra de OPAs por Abertis y el interés despertado por OHL Concesiones han puesto todas las miradas sobre el sector.

El mercado español asiste al despertar de las infraestructuras de transporte. Tras años de incertidumbre y una recuperación que los inversores extranjeros tomaron con cautela, el sector se encuentra en un momento dulce, impulsado por el interés desatado por las licitaciones puestas en marcha por el anterior Gobierno de Rajoy en los últimos meses y operaciones mediáticas en el mercado secundario como la compra de Abertis por ACS y Atlantia (€18.183M) y la de OHL Concesiones por IFM Investors (€2.775M). “Sin duda, el pipeline de deals es prometedor. Tras años de recesión inversora y restricciones presu-

puerarias en los que las concesionarias españolas han tenido que centrar la mayoría de sus intereses en licitaciones fuera de nuestro país con un éxito rotundo, la apuesta del anterior Gobierno por impulsar el sector, en un momento en el que la economía sigue creciendo, ha permitido que las infraestructuras españolas vuelvan a estar en el foco de los grandes inversores nacionales e internacionales”, comenta **Rodrigo Berasategui, Socio de Financiero y Bancario de Watson Farley & Williams (WFW)**. En opinión de **Enrique Fuentes, Senior Advisor Infrastructure & Real Assets de Stepstone Global**, esta revitalización de la licitación

de proyectos greenfield es muy positiva, pues no solo va a generar oportunidades hoy, sino también a futuro, en el mercado secundario. Además, la estabilidad económica ha permitido la rotación de activos maduros, permitiendo a las compañías españolas sacar provecho del renovado interés por España para realizar desinversiones de relevancia. “Vemos una creciente monetización de activos de infraestructuras por parte de industriales, que ven en la venta total o parcial de activos operativos que están en su balance una fórmula de financiación de su negocio. Aunque muchos activos de transporte y PPPs en manos de constructoras ya han cambiado de manos, otros industriales están adoptando este modelo”, señala **Fuentes**. En el mercado secundario, las grandes operaciones seguirán siendo casos singulares y no implicarán necesariamente un incremento en el deal flow futuro. “Creemos que continuarán produciéndose transacciones de tamaño pequeño y medio con un ritmo pausado, como ha ocurrido en los últimos años, con algunos casos destacados como la Autovía del Camino o Auvisa”, considera **José Antonio Labarra, CEO de Roadis**. En lo que nueva obra pública se refiere, los expertos destacaban el impacto de dos proyectos muy relevantes, la privatización de las radiales y el Plan Extraordinario de Inversión en Carreteras (PIC), en sus predicciones antes del cambio de Gobierno. “El proceso de licitación de las autopistas radiales que quebraron durante la crisis, ha despertado un gran interés entre compañías nacionales y los fondos internacionales”, apunta **Luis Alonso, Socio de Corporate de Clifford Chance España**. Llama la atención como fondos con importante presencia internacional están dispuestos a participar de forma activa, pese a que el subyacente del proceso sean activos que han terminado en default y posterior concurso de acreedores por circunstancias conocidas. Así, el gran número de consorcios constituidos para acudir al esperado PIC es solo una muestra de las oportunidades que el sector puede ofrecer en el medio plazo. Con todo, **Berasategui** afirma que los sponsors nacionales y los fondos de equity y deuda se muestran cautos hasta la aprobación definitiva de los pliegos: “Es importante comprobar que se haya tomado nota de los errores del pasado, los nuevos proyectos se fundamentan en una planificación más realista y exhaustiva y se han incorporado las demandas exigidas desde la experiencia reciente, como la exclusión del riesgo de tráfico mediante el establecimiento de un sistema de pago por disponibilidad, el acotamiento del

riesgo expropiatorio en el PIC o el aislamiento entre los procesos de relicitación de las autopistas en concurso y el pago de terminación anticipada (RPA) que el rescate de dichas autopistas implica”.

### Las autopistas, en alza

Por su propia idiosincrasia, tradicionalmente, el segmento de carreteras ha sido el más relevante en el mercado español. Desde su origen, el sector privado ha participado a través de grupos concesionales, a diferencia de países como Italia, Portugal o Francia, en los que se optó por la creación de operadores nacionales. “Posteriormente, las constructoras, muchas de las cuales participaron en las primeras concesiones, siguieron participando en el sector, tanto en autopistas de peaje como en PPPs, dando lugar a un importante mercado secundario en el que

dieron entrada en el capital o vendieron sus proyectos a inversores institucionales”, comenta **Fuentes**. A todo esto, hay que añadir que “el tamaño del parque automovilístico y las distancias de viaje del territorio español convierten a carreteras y autopistas en activos con alto potencial de crecimiento, lo que se traduce en ratios cash yields a corto plazo y rentabilidades estables a largo plazo, lo que atrae el interés de los inversores. Se trata de atractivos plazos de contratos, volúmenes de inversión aceptables para fondos de tamaño medio y grande, y un mercado sólido y desarrollado para implementar refinanciaciones”, apunta **Labarra**. Si hablamos de autopistas, su característica básica es una correlación de sus ingresos con el PIB y protección frente a la inflación mediante tarifas indexadas. Además, se trata de activos con un mayor grado de predictibi-

lidad en los retornos que permiten garantizar en mayor medida rentabilidades en el medio y largo plazo, cuestión esencial para estos inversores que buscan en cierta medida flujos regulados a largo plazo. Por todo ello, según **Pedro Michelena, Presidente de Foro Infraestructuras**, el mayor número de deals dentro del mundo de las infraestructuras de transporte se dan en carreteras en sus dos vertientes de riesgo: autopistas de peaje y pagos por disponibilidad. “La inversión en proyectos greenfield se va moviendo hacia pagos por disponibilidad por tratarse de proyectos con riesgos más acotados”. En los próximos meses, seguiremos viendo deals interesantes en el segmento a nivel ibérico. Con Itinere en el mercado en España y Brisa, en Portugal, todo hace indicar que el volumen de inversión en autopistas seguirá al alza en los próximos meses.



## El PIC y la privatización de las radiales centrarán el interés inversor en el medio plazo

### ¿Dónde están las principales oportunidades en infraestructuras en España?

**Miguel Ángel Castelló:** Afortunadamente, nos encontramos en un momento muy distinto con respecto al de hace cuatro años en lo que a pipeline de oportunidades de infraestructuras se refiere. Las principales podemos concentrarlas en tres frentes. Por un lado, el Plan Nacional de Infraestructuras en Carreteras (PIC), que anunció el Ministerio de Fomento del anterior Gobierno, con una inversión estimada de en torno a €6.000M para los próximos tres años, ha generado un gran interés en numerosos fondos internacionales que se han agrupado con constructoras españolas para licitar conjuntamente a los concursos. Además, hay una creciente actividad del mercado secundario agilizad por la rotación de activos de las constructoras para reciclar capital, unida a la privatización de las radiales que está captando el interés de numerosos inversores internacionales debido al gran tamaño de la transacción.

### Autopistas suele ser el subsector de referencia para inversores, ¿no?

**Borja Cotoner:** Las autopistas atraen especialmente a los inversores financieros por el significativo nivel de inversión que estos activos requieren y, por tanto, la

posibilidad para inversores de comprometer mayores cantidades de capital. Por otro lado, la estabilidad de los flujos de caja, en su mayoría, muy predecibles y ligados a la inflación, se alinea con los criterios clave de los inversores. Adicionalmente, hay que tener en cuenta el extenso track record de operación y mantenimiento del parque de autopistas en España. En nuestro país, más del 80% de los activos de infraestructuras bajo la modalidad de concesión son autopistas.

### ¿Está habiendo mucho movimiento en aeropuertos o puertos en la actualidad?

**M.A.C.:** El atractivo de estas infraestructuras radica en las barreras de entrada de nuevos activos dadas las restricciones legales, técnicas, medioambientales, etc, para su desarrollo. Esto se traduce en una menor competencia y, por lo tanto, en una demanda razonablemente cautiva y estable que es muy atractiva a los inversores. En España, no ha habido mucha actividad de M&A en estos segmentos, aparte de la privatización de AENA y la venta de algunas participaciones en puertos de contenedores, pero sí en Portugal, Francia o EE.UU.

### ¿Cuáles son los retos más relevantes para el sector de cara en el corto plazo?

**B.C.:** Los grandes retos para el sector en

España serán la capacidad de los diferentes entes públicos de cumplir con las expectativas generadas sobre los programas de inversión y privatización de carreteras en tiempo y forma y, por otro lado, la capacidad de los fondos e instituciones de mantener un binomio equilibrado de rentabilidad/riesgo en este entorno de alta liquidez, competitividad y tipos de interés bajos.

### ¿Qué operaciones han cerrado recientemente?

**B.C.:** En el mercado ibérico, recientemente hemos asesorado a Roadis en la adquisición de las participaciones de los grupos portugueses MSF Group y Grupo Lena en Auto Estradas do Atlántico (AEA) y Auto Estradas do Litoral Oeste (AELO), que ha supuesto la entrada de Roadis en Portugal e incrementa su exposición en mercados desarrollados. Asimismo, estamos trabajando en exclusividad para un Consorcio en el PIC, analizando varias transacciones de carreteras, entre ellas, la privatización de las radiales.

### ¿Qué expectativas de rentabilidad tienen las inversiones en este sector?

**M.A.C.:** En nuestra experiencia, las expectativas de rentabilidad para los accionistas varían en función de las hipótesis que se incorporan en las



**Miguel Ángel Castelló, Socio en Deal Advisory de KPMG en España y Borja Cotoner, Director en Deal Advisory de KPMG en España**

proyecciones. En general, se mueven entre el 7% y 9% para proyectos en operación o brownfield y entre el 8,5% y 11% para proyectos con riesgo construcción o greenfield. En cuanto a múltiplos, a diferencia de los que puede haber en private equity, para el sector infra no existen múltiplos estandarizados ya que el precio varía en gran medida por el nivel de apalancamiento de la SPV, sus características técnicas específicas y, sobre todo, el plazo remanente para finalizar el contrato de concesión.

### ¿Cómo están el acceso a financiación para los proyectos greenfield?

**B.C.:** En nuestra opinión, para proyectos nuevos bien estructurados sigue habiendo acceso a financiación competitiva. Los bancos actualmente tienen más restricciones para prestar a largo plazo y, en cambio, cada vez vemos más activos a institucionales, fondos de pensiones, aseguradoras y fondos de deuda que ofrecen largos plazos a precios competitivos.



El positivo balance de inversión en carreteras, se contraponen con la escasa actividad en otros segmentos como aeropuertos y puertos. Según **Jorge Ramos**, **Managing Director Iberia y Responsable de Infraestructuras para EMEA de Citi**, “la principal causa de esta inactividad es la propia naturaleza de la propiedad de los principales aeropuertos y puertos en España. En nuestro país, AENA ya gestiona todos los aeropuertos, por lo que, si dejamos al margen su privatización mediante la salida a bolsa hace unos años, no hay posibilidad de compraventa de activos, salvo en infraestructuras privadas menos significativas. Estos movimientos si se dan en mercados de nuestro entorno, como en el Reino Unido, donde multitud de aeropuertos tienen diferentes propietarios, lo que se traduce en muchas más transacciones por parte de inversores de infraestructuras. En puertos, sucede algo parecido en España y vemos menor nivel de actividad corporativa”. **Michelena** recuerda que la inactividad no implica una falta de apetito por parte de los inversores en este tipo de activos: “siempre ha existido un gran interés de los fondos de infraestructuras y otros inversores institucionales en participar activamente en los procesos de privatización de puertos y aeropuertos por su correlación directa con el crecimiento del comercio internacional y el turismo y esperamos que ese interés continúe en el futuro”. Mientras tanto, los players españoles han tenido que circunscribir sus inversiones en aeropuertos al mercado británico en los últimos años.

#### Competencia financiadora

En los últimos años, la tendencia en lo que a financiación se refiere ha sido refinanciar los proyectos ya adjudicados, pero el exceso de liquidez existente en el mercado y la apertura del crédito bancario han animado el cierre de importantes inversiones en brownfield. La financiación ha dejado de ser un problema, sin límites en cantidades, plazos y estructuras. La competencia entre financiadores es feroz, lo que empieza a abrir el mercado de deuda también al greenfield, que aún está muy lejos de alcanzar los niveles precrisis. Según **Fuentes**, “proyectos nuevos bien estructurados están obteniendo financiación. La refinanciación de proyectos existentes también se sigue haciendo, si bien frecuentemente vinculada a operaciones de venta más que a puros recaps (financiación para dividendo extraordinario). En general, los ratios de apalancamiento y de cobertura son algo más altos, mientras que los costes están en línea, aunque tienen un mayor margen, compensado por

un menor tipo base”. En lo que a fórmulas se refiere, **Arturo García-Tizón**, **Head Corporate Finance Iberia de BNP Paribas**, indica que “los bancos siguen siendo la principal fuente de financiación proporcionando estructuras de project finance para la construcción de infraestructura nueva y préstamos “mini perm” en grandes adquisiciones, con estructuras investment grade que permitan una posterior salida a más largo plazo en los mercados de capitales”. Estamos asistiendo a un cambio de tendencia en la financiación de proyectos. “Hasta hace muy poco tiempo y salvo algunas excepciones, tanto en España como en Europa, se optaba por la financiación bancaria. Sin embargo, estamos asistiendo de forma creciente a la financiación de proyectos por parte de inversores institucionales, una vez que dichos proyectos se encuentran en fase operativa, es decir, cuando el riesgo de construcción ha desaparecido y el proyecto confirma su idoneidad”, asegura **Michelena**. La ventaja de estos esquemas para los sponsors es el mayor plazo de financiación de los bonos con respecto a la financiación bancaria

“ Los project bonds son el instrumento que más ha evolucionado en los últimos años y que permite obtener unos términos muy favorables ”

clásica, limitada por la normativa de ratios de capital. “Los inversores institucionales prestan a plazos más largos, de forma muy competitiva y en cierta medida están desintermediando a muchos bancos financiadores. Por eso, están marcando cada vez más las reglas del juego”, añade **Ramos**.

Así, **Labarra** recuerda la importancia de diferenciar entre greenfield y brownfield en temas de financiación. “Para los primeros, el mercado bancario sigue siendo la principal fuente de financiación, junto con el apoyo de la banca multilateral, fundamentalmente el BEI que sigue jugando un papel protagonista, aunque los inversores institucionales tienen cada un apetito mayor por proyectos en riesgo construcción”. Una vez que entran en operación y superan la fase de “ramp-up”, la emisión de project bonds se ha convertido en la opción preferida por muchos sponsors en el sector. “En términos de productos, los project bonds públicos o privados, son el instrumento que más



ha evolucionado en los últimos años y que permite obtener unos términos muy favorables. La deuda subordinada/mezzanine a corto o largo plazo, con costes muy competitivos, también gracias a la aparición de inversores institucionales con interés en infraestructuras pero con retornos objetivos más elevados que lo que ofrece la deuda senior”, expone **Ramos**.

#### Valoraciones

Con el impulso del crédito, las valoraciones de los activos también se han elevado. Aunque muchos fondos tienen como premisa mantener un nivel de endeudamiento moderado y son estrictos a la hora de valorar los activos, los procesos competitivos por los activos de calidad y la escasa oferta en greenfield, unida a alegría financiadora de los bancos, ha encarecido el cierre de muchos deals, repercutiendo sobre la rentabilidad absoluta de la inversión. “Las expectativas de retorno se han reducido considerablemente a medida que ha ido incrementando tanto la liquidez y la competencia para este tipo de activos, como la creación de equipos de inversión directa en entidades que antes solo invertían a través de fondos gestionados por terceros, al tiempo que se ha mantenido la expectativa de tipos de interés bajos a muy largo plazo”, indica **García-Tizón**. Las expectativas de rentabilidad dependen de las características del sponsor y de los mecanismos de remuneración del contrato de concesión, así como de la percepción del riesgo por parte de los inversores. Puede haber diferencias asociadas al segmento, pero depende más de las peculiaridades de cada proyecto. Por eso, es difícil dar un rango de precios. “En general, en activos de infraestructura core, operativos y que permiten poca creatividad en la elaboración de proyecciones operativas y financieras, los retornos sobre el capital a los



que se están cerrando deals en España son de un solo dígito”, afirma **García-Tizón**. En cuanto a múltiplos, en carreteras, si es una concesión a largo plazo suelen ser muy altos. “Simplificando, en términos de múltiplo de ebitda suelen situarse por encima del doble dígito, pero esto es el resultado de una valoración fundamental por descuento de flujos. Pensar en múltiplos resulta en una generalización porque influyen muchos aspectos como las características del contrato, los años pendientes de la concesión, la calidad crediticia de la contraparte, etc.”, concluye **Ramos**. Por ello, para poner precio a un activo es importante realizar una detallada valoración cuyo cálculo dependerá de los contratos vigentes con la administración. “La forma más habitual es mediante un modelo de descuento de dividendos (DDM). Se realiza una proyección de los dividendos y de cualquier tipo de flujo de caja distribuible a los accionistas hasta el final de la vida útil de los activos o la concesión y se descuentan a la tasa de retorno objetivo que tenga el capital. Si se trata de una cartera, se realiza una valoración por la suma de partes utilizando un DDM para los activos del portafolio, teniendo en cuenta los costes de estructura de una posible sociedad holding propietaria de los mismos”, comenta **García-Tizón**. En el caso de las autopistas de peaje, por ejemplo, el éxito dependerá de si las proyecciones se realizan a largo plazo y de si están basadas en hipótesis realistas. “Se trata de activos con una mayor predictibilidad en los retornos que permiten garantizar en mayor medida rentabilidades en el medio y largo plazo, cuestión esencial para los inversores”, recuerda **José María Anarte, Asociado Senior de Financiero y Bancario de Watson Farley & Williams (WFW)**. Así, **Ramos** comenta la utilidad de proyectar el modelo durante los años de vida de la

concesión y compararlo con estudios de tráfico que permiten establecer predicciones de ingresos muy seguras.

### Estabilidad regulatoria

El mercado se caracteriza por su estrecha vinculación con el sector público. “Se trata de infraestructuras públicas gestionadas por el sector privado mediante un contrato de colaboración público-privada/contrato concesional. El proceso de colaboración no se termina con la adjudicación de la infraestructura, sino que precisamente la adjudicación marca el comienzo de dicha colaboración. Del entendimiento y la disposición al acuerdo dependerá en gran medida el éxito de la misma”, señala **Michelena**. España cuenta con una dilatada experiencia en procesos de colaboración público-privada en el sector, que ha despertado un profundo interés entre las principales empresas españolas y fondos internacionales, pero el mercado es consciente de la necesidad de un modelo eficiente. “Dejando al margen algunos proyectos fallidos, el modelo concesional actual ha demostrado ser eficiente en la medida en que ha permitido el desarrollo de grandes infraestructuras en nuestro país que, de otro modo, la Administración por sí misma no hubiera podido ejecutar”, opina **Luis Alonso**. A pesar de ello, **Labarra** considera que “el modelo debería actualizarse y recoger las lecciones aprendidas de los errores del pasado para mejorar su eficiencia. Debe presentarse ante la opinión pública como el formato ideal para retomar la inversión en infraestructuras sin incrementar el déficit del Estado. Tanto el Gobierno central como los autonómicos deberían plantearse su postura respecto a las concesiones y apostar por este modelo para desarrollar aquellas infraestructuras necesarias que siguen sin desarrollarse”.

Otra de las variables a las que los inversores que llegan a España se enfrentan

“Es fundamental ofrecer una seguridad jurídica y unas normas del juego que se mantengan en el tiempo”

en infraestructuras es el riesgo regulatorio al que se exponen. Para **Anarte**, “nos encontramos ante un mercado muy regulado, de marcado carácter nacional pero con fundamento en muchas instituciones internacionales. Tenemos una nueva ley de contratos con vocación de aclarar las normas vigentes, otorgar una mayor seguridad jurídica y diseñar un sistema de contratación pública más eficiente, transparente e íntegro. Resulta determinante conocer la distribución de riesgos asumidos por el concesionario y por la administración, lo relativo a la modificación del contrato y reequilibrio económico de la concesión, el régimen de transmisión de acciones de la concesionaria, etc.”. Según **Alonso**, para mantener el interés de los inversores internacionales es vital transmitir la percepción de ausencia de riesgo regulatorio mediante un marco jurídico estable y transparente. “Los inversores necesitan ante todo certidumbre y seguridad jurídica. Dicha necesidad se acentúa en el sector infraestructuras, que requiere inversiones muy intensas en capital que suelen obtener el retorno deseado en el medio o largo plazo. Por ello, resulta imprescindible disponer de un marco regulatorio y fiscal previsible y estable, que permita a los inversores definir y defender ante sus comités de riesgo, planes de negocio y presupuestos que habrán de mantenerse vigentes durante muchos años. De nada sirve el crecimiento si no va de la mano de un periodo de estabilidad política y, por ende, jurídica”.



## PRINCIPALES OPERACIONES DEL SECTOR INFRAESTRUCTURAS

AÑO	EMPRESA	COMPRADOR	VENDEDOR	% ADQUIRIDO (% ALCANZADO)	DEAL VALUE (EN €M)
2018	Abertis	Hochtief Atlantia		100% OPA	18.183
2017	Auto Estradas do Atlantico Auto Estradas do Litoral Oeste	Roadis	MSF Group Grupo Lena	50% 65%	
2017	Trados M-45	AXA APG	Ardian	50%	
2017	OHL Concesiones	IFM Investors	OHL	100%	2.775
2017	Mircom Concesiones de Infraestructuras (Infraco)	Mirova Core Infrastructure PGGM	Comsa	80%	unos 110
2017	Autovía del Camino	UBS	REEFF Infrastructure	100%	450

Fuente: Capital & Corporate.