



Fondos de Pensiones en el Financiamiento de la Infraestructura en Chile

Alfonso Romo - Citi

28 de Mayo de 2007

Tabla de Contenidos

1. El Mercado de Capitales Chileno: Antecedentes Generales
2. Introducción al Sistema de Concesiones de Infraestructura Chileno
3. Financiamiento de las Concesiones en Chile
4. Participación de los Fondos de Pensiones
5. Tendencias en el Financiamiento de Largo Plazo y Conclusiones

1. Mercado de Capitales Chileno: Antecedentes Generales

Mercado de Capitales Chileno

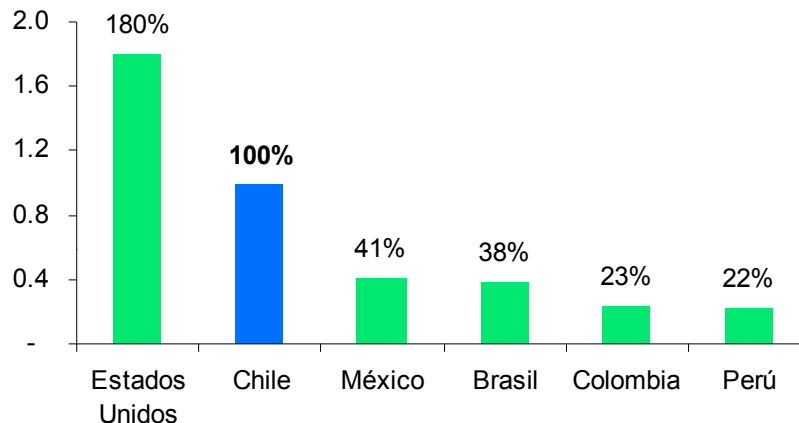
El mercado de Capitales Chileno acumula fondos por montos equivalentes al PIB, denotando una alta liquidez. El mercado de deuda, por su parte se ha desarrollado rápidamente durante esta década:

Fondos Institucionales Chilenos

(Diciembre 2006)

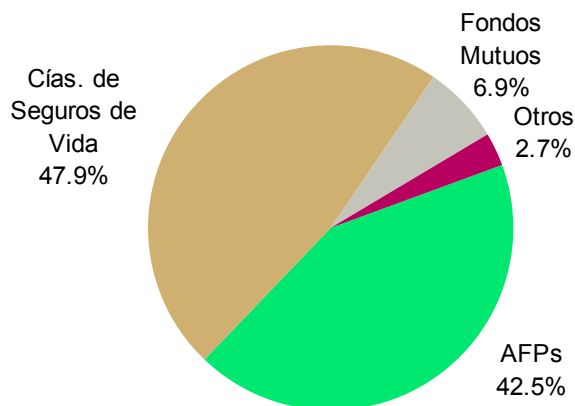
Inversionista	Monto (US\$ MM)	%
Fondos de Pensiones	91,252	63.9%
Compañías de Seguros de Vida	24,427	17.1%
Fondos Mutuos	19,158	13.4%
Fondos de Inversión	7,554	5.3%
FICE	363	0.3%
TOTAL (US\$ MM)	142,754	

Fondos Institucionales como % del PIB



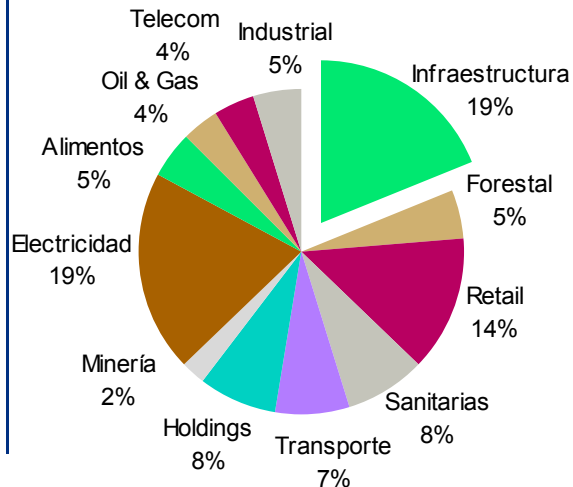
Mercado de Deuda Local (Bonos): US\$ 16,900 MM

(Marzo 2007)



Mercado de Deuda por Industria

(Mercado Primario Acumulado 2000 – Marzo 2007)



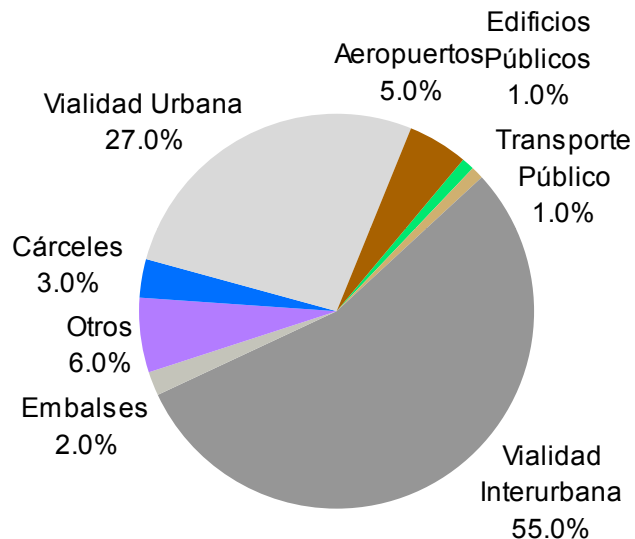
Infraestructura	
1999	--
2000	20.0%
2001	8.0%
2002	29.0%
2003	33.0%
2004	37.0%
2005	8.0%
2006	12.0%
2007 (YTD)	3.0%

2. Introducción al Sistema de Concesiones Chileno

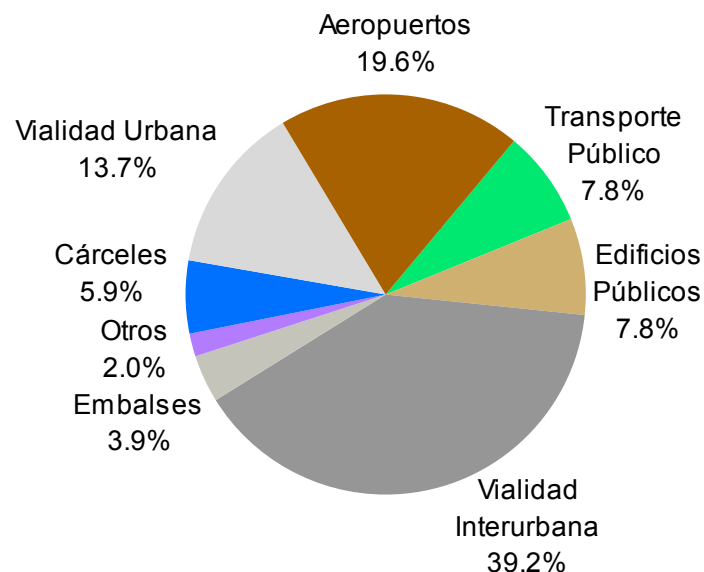
Sistema de Concesiones Chileno: Antecedentes Generales

Del orden de US\$ 8,000 millones de inversión en 51 proyectos concesionados desde 1993 a la fecha:

Participación de Proyectos por Monto



Participación de Proyectos por Número



Otros Antecedentes:

- Más de 120 compañías nacionales y extranjeras en consorcios locales, extranjeros y mixtos.
- US\$ 428 millones en ingresos adicionales para el Estado por concepto de entrega de infraestructura existente.
- Proyectos adjudicados desde MMUS\$ 7 hasta MMUS\$ 850.
- 2.500 kilómetros de Autopistas urbanas e interurbanas.
- Introducción de tecnología de punta a nivel mundial.

Sistema de Concesiones Chileno: Antecedentes Generales

A su vez, el programa fue validado por el mercado financiero, gracias a una adecuada participación de las partes involucradas y clara definición de aspectos clave:

Financiamiento Permanente:

- Aproximadamente US\$ 3.200 millones en Bonos de Infraestructura colocados en el Mercado de | Local.
- US\$ 890 millones en el Mercado Internacional.
- US\$ 1.400 millones en créditos sindicados locales de largo plazo.
- Más de 20 entidades financieras locales e internacionales participando en las diferentes etapas de financiamiento.
- Más de US\$ 1.000 millones en créditos puentes para construcción (locales e internacionales)

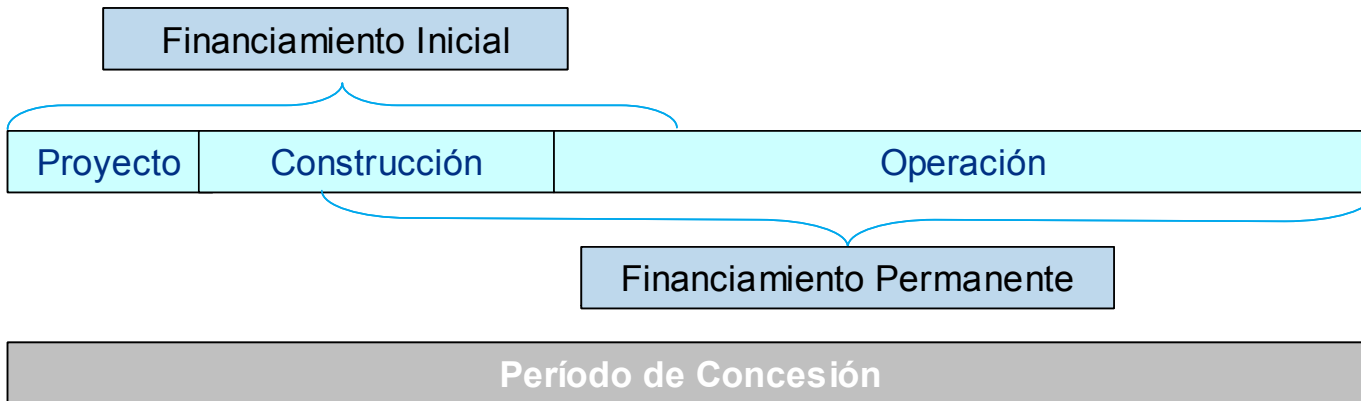
Claves para el Éxito del Programa:

- Marco legal adecuado, pero flexible para adecuar cambios.
- Modelos de negocio diseñados para atraer la inversión privada. Adecuada distribución de riesgos:
 - *Prenda de Concesión*
 - *Ingresos Mínimos Garantizados*
 - *Subsidios de Construcción*
 - *Cobertura de riesgo de monedas*
- Existencia de un mercado de capitales profundo, con liquidez disponible.
- Trabajo conjunto público – privado con diferentes entidades financieras.
- 16 Años de experiencia y trayectoria. Diagnóstico adecuado para la solución de errores y problemas.
- Condiciones estables para inversión extranjera.
- Transparencia de los procesos de licitación.

3. Financiamiento de las Concesiones en Chile

Ruta del Financiamiento

Los proyectos de concesiones de infraestructura se financian normalmente en dos etapas, la primera para proceder a la construcción del proyecto y la segunda, normalmente para refinanciar en el largo plazo:



- Fuentes Financiamiento Inicial:

- Equity (Sponsors)
- Créditos Puente

- Fuentes Financiamiento Permanente:

- Equity / Sponsors
- Mercado de Capitales Local
- Mercado de Capitales Internacional
- Mercado Bancario Local

- Para que el proceso se cumpla exitosamente:

- Estabilidad institucional y proyectos atractivos que generen apetito de inversionistas.
- Lo anterior supone que los riesgos están adecuadamente distribuidos entre los distintos participantes.
- (eventualmente uso de “mejoradores de crédito”).
- *Sponsors* de calidad, proyectos atractivos y riesgos bien distribuidos, generan apetito de mercado.

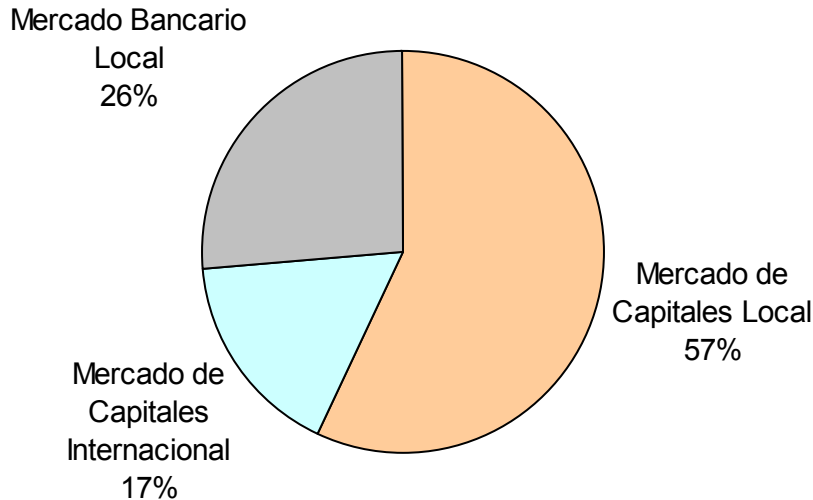
Fuentes de Financiamiento de Largo Plazo

Los proyectos concesionados chilenos han accedido fundamentalmente a 3 fuentes de financiamiento: Los mercados locales Bancario y de capitales y el mercado internacional:

Fuentes de Financiamiento Permanente:

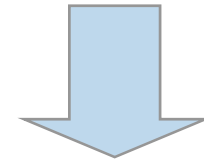
US\$ Millones

Mercado de Capitales Local	3,230
Mercado de Capitales Internacional	884
Mercado Bancario Local	1,380
	<hr/>
	5,494



- El mercado de capitales local se posiciona como la fente natural de financiamiento de largo plazo de este tipo de proyectos.
- En la medida que el mercado se “educa” y genera confianza, se profundiza, disminuyendo la dependencia de mercados menos “naturales” debido a:

- Mercado bancario: incomodidad de plazo y tasa fija.
- Mercado internacional: exposición de riesgo de monedas.



- Requerimientos de coberturas (*swaps* de tasas o monedas) que encarecen el financiamiento y dificultan refinanciamientos.

El Rol de los Aseguradores de Crédito en el Caso Chileno

Un aspecto fundamental para el éxito del financiamiento de la infraestructura en Chile fue la participación de los denominados “*Monoliners*” o aseguradores de crédito:

- La internacionalización de los seguros de crédito coincide con el programa de concesiones chileno.
- La participación parte tímidamente en 1998 y luego se replica en casi el 100% de las transacciones de los mercados de capitales.

Beneficios:

- Clasificación de riesgo AAA internacional.
- Una sola contraparte.
- Evita el análisis de riesgo por parte del mercado de una industria completamente nueva y compleja.
- Permite acceder a los inversionistas con apetito por plazos muy largos con una sólida ecuación riesgo – retorno.
- Reduce el riesgo de ejecución de las transacciones.

Restricciones:

- Costo de las primas de seguro: puede ser alto cuando se percibe la inexistencia de alternativas.
- Proyectos deben contar con una calificación de riesgo de **Grado de Inversión** internacional.

<i>Monoliner</i>	Exposición
	2,504
	731
 <small>A Dexia Company</small>	370
	190
 IADB	150
TOTAL	3,946

96% de las transacciones de mercado de capitales asociadas a infraestructura chilena, cuentan con un seguro de crédito AAA internacional.

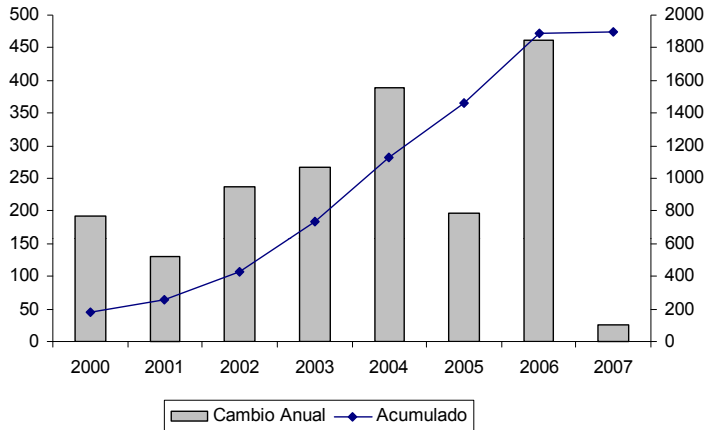
4. Participación de los Fondos de Pensiones

Participación de los Fondos de Pensiones

Los fondos de pensiones chilenos tuvieron un rol importante en el financiamiento de las concesiones de infraestructura, especialmente al inicio del programa:

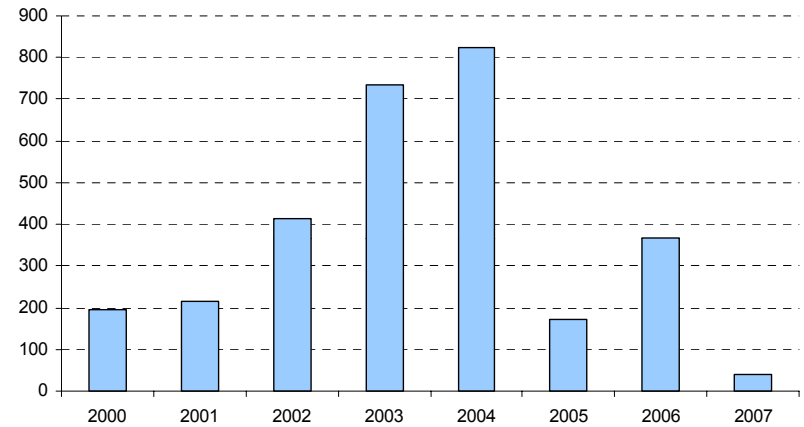
Stock de Bonos de Infraestructura en AFPs

(US\$ MM; Diciembre de cada año, excepto 2007)

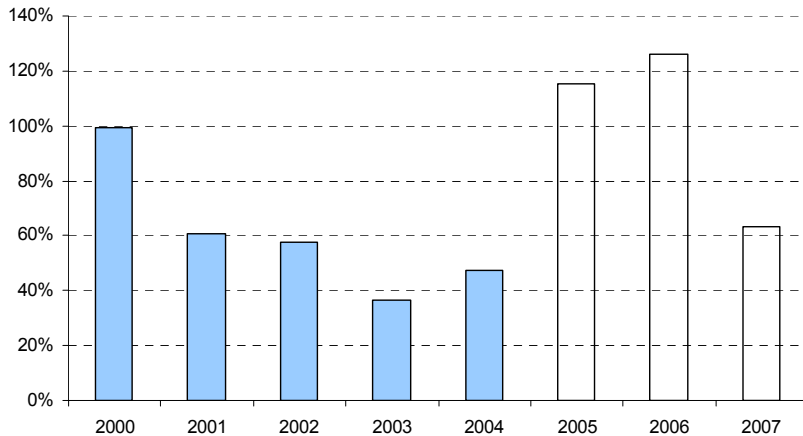


Emisiones de Bonos de Infraestructura

(US\$ MM)



Ratio: Cambio Anual Stock AFPs a Emisión Anual



- Los Fondos de Pensiones han sido fundamentales, participando casi con el 100% de las primeras emisiones de bonos y con montos sustanciales en adelante.
- Con posterioridad y en la medida que el mercado se va familiarizando con la estructura, las cías. de seguros de vida adquieren un rol más protagónico.

5. Tendencias en el Financiamiento de LP y Conclusiones

Tendencias en los Financiamientos de Largo Plazo

En la medida que el mercado se desarrolla, se van produciendo tendencias muy claras, las cuales van optimizando el costo del financiamiento y permiten el acceso al mercado de nuevos proyectos:



- Primeros proyectos financiados por la banca:
 - Plazos más cortos
 - Montos Pequeños
 - Tasas flotantes
 - Se inicia familiarización del mercado con las estructuras y los riesgos
- Surge apetito de los *Monoliners*
 - Pólizas relativamente caras.
 - Proceso de “educación” del mercado.
- Participación de Institucionales.
 - Plazos más largos.
 - Montos mayores pero aún insuficientes.
 - Diversificación fuentes de fondos.
- Alta dependencia de los mercados internacionales.
- Familiarización con el uso de *monoliners* lleva a optimizar costo de la póliza, plazos, montos y tasas.
- Se empieza a analizar la posibilidad de financiar sin póliza de seguro y proyectos distintos de autopistas.
- Eliminación de la dependencia de los mercados internacionales
- Uso de *monoliners* se basa en un análisis 100% económico (no hay dependencia).
- Primeros bonos con full riesgo de los proyectos:
 - Mercado ya tiene apetito por estos riesgos (rentabilidad).
- Optimización de las garantías estatales (collar de cobertura de tipo de cambio innecesario).

Conclusiones

- La “financiabilidad” de las concesiones de obras de infraestructura depende de manera fundamental de:
 - El diseño regulatorio y de negocios, en el contexto de un riesgo soberano adecuado
 - La existencia de un mercado de capitales con cierto grado de desarrollo y con liquidez disponible.
- Si bien el caso chileno es claramente exitoso, debió contar en el inicio con la participación de aseguradores de crédito, los que permitieron el acceso al mercado de capitales:
 - *Rating* de “grado de inversión” del país y de los proyectos.
 - Hoy este *rating* no es 100% necesario, dado que existen entidades dispuestas a otorgar garantías parciales que pueden llevar a grado de inversión proyectos sin esta categoría.
- La participación de *monoliners* en Chile generó también un cierto grado de dependencia. Una vez aprendida la estructura, ha sido difícil para el mercado modificarla.
- Los fondos de pensiones tuvieron y mantienen un rol protagónico en el mercado de capitales chileno y por ende en el financiamiento de infraestructura. Las compañías de seguros de vida, al poseer obligaciones de mayor plazo que los fondos de pensiones, también fueron fundamentales, ya que permitieron la optimizaciones de las estructuras de capital de los proyectos.
 - Podríamos decir entonces que el conjunto del sistema previsional chileno, como motor del mercado de capitales, ha sido clave en el éxito del financiamiento del programa de concesiones.