

Bajo Costo Financiero para las Empresas Incentiva Fuerte Aumento de Emisión de Bonos

- * **Empresas emisoras en cartera de los Fondos de Pensiones aumentaron de 60 a 80.**
- * **En el futuro próximo se esperan emisiones por más de US \$ 1.200 millones.**
- * **La tasa de interés para los emisores de bonos está alrededor de UF + 5%, que se compara positivamente con tasas de crédito a UF + 7% promedio en el sistema financiero.**
- * **Los bonos son atractivos para los Fondos de Pensiones, ya que la ganancia supera largamente a la de instrumentos alternativos, como los Depósitos a Plazo.**

Síntesis

Los Fondos de Pensiones han aumentando fuertemente la inversión en bonos, los que representan ya un 8,5% del total del ahorro acumulado en las AFP, esto es, cerca de US\$ 3.000 millones.

En el último tiempo, destaca la inversión en bonos del sector infraestructura que han capturado más de US\$ 400 millones, entre los cuales destacan las autopistas Santiago-Valparaíso, Santiago-San Antonio, Talca-Chillán, Chillán-Collipulli y el Metro de Santiago.

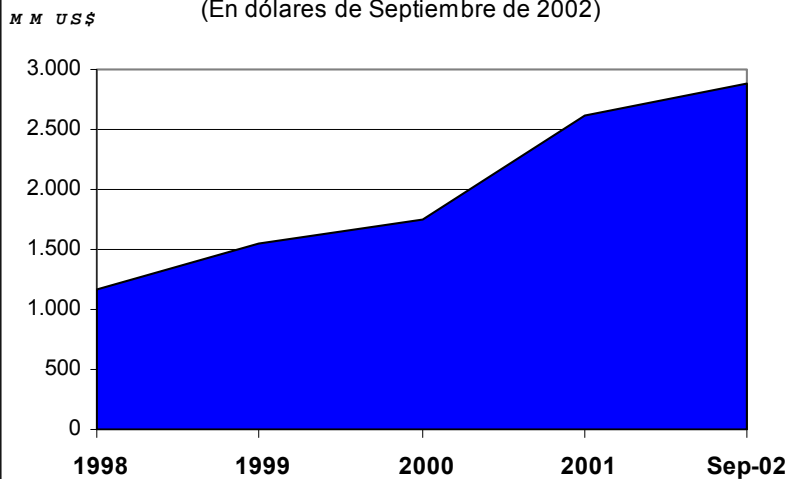
Considerando intereses y costos de emisión, a las empresas les resulta conveniente esta modalidad de financiamiento, en contraste con otras opciones del mercado de capitales local e internacional.

La reciente entrada en vigencia de las “Líneas de Bonos” y “Líneas de Efectos de Comercio”, ha dado mayor atractivo a estos instrumentos.

Gráfico N° 1

Inversión en Bonos de los Fondos de Pensiones

(En dólares de Septiembre de 2002)



Los Bonos de Empresas se han convertido en la inversión más atractiva del mercado local para los Fondos de Pensiones en los dos últimos años. Esto es, el endeudamiento directo de las empresas con los inversionistas. Desde diciembre de 2000 a la fecha se observa un incremento de 64% en la compra de estos instrumentos, equivalente a 1.130 millones de dólares adicionales (Ver Gráfico N° 1).

Un conjunto de factores explica esta tendencia. Entre estos se encuentran: la baja en la tasa de interés del mercado de capitales local, que se ha acentuado especialmente en los Bonos; las

desfavorables condiciones relativas del mercado financiero internacional en cuanto a disponibilidad de fondos, tasas de interés y tipo de cambio, y la concreción y madurez de una serie de proyectos de inversión de largo plazo en este período.

En la actualidad, una empresa mediana, con un endeudamiento moderado, puede obtener financiamiento a través de bonos a tasas de interés anuales en torno a UF + 5%. En contraste, el financiamiento bancario a largo plazo para operaciones reajustables en moneda nacional se encuentra en torno a UF + 7% anual promedio.

El financiamiento en los mercados de capitales externos para las empresas chilenas clasificadas con "grado de inversión" o "investment grade", observa fuertes diferencias en cuanto a tasas de interés. Tal es así que el rango se sitúa entre 5,1% y 11,4% anual en dólares, con un promedio de 8%, lo que está estrechamente relacionado con la clasificación de riesgo, el monto de la emisión, el plazo de vencimiento o duración del bono y el tipo de empresa. Además, existe un riesgo cambiario el que habitualmente es acotado con un seguro cambiario.

Línea de Bonos y Efectos de Comercio

A partir de este año comenzaron a emitirse las denominadas "Líneas de Bonos y Efectos de Comercio", mecanismos que aportan flexibilidad al financiamiento mediante la emisión de estos valores, agregando ventajas tributarias relacionadas con el Impuesto de Timbres y Estampillas.

A diferencia de una emisión de bonos convencional, una línea de bonos permite omitir los antecedentes particulares de cada emisión que se realiza con cargo a dicha línea. Sólo con dos días hábiles de anticipación a la fecha de colocación de una serie, el emisor puede enviar a la Superintendencia de Valores el prospecto de emisión, la escritura complementaria, las clasificaciones de riesgo, la declaración de responsabilidad del emisor y los antecedentes adicionales pertinentes.

Con esto se consigue celeridad y flexibilidad en las colocaciones, lo cual permite mayor similitud entre la tasa de emisión y la de mercado. Asimismo, es posible emitir a medida que se vaya necesitando el

financiamiento. Respecto a las flexibilidades, las líneas permiten elegir el plazo, la fecha de devengamiento y reajuste de intereses, combinar distintos usos de fondos, períodos y fechas de amortizaciones extraordinarias, etc.

Respecto al Impuesto de Timbres y Estampillas, las emisiones realizadas bajo la modalidad de línea de bono con un plazo máximo de 10 años, pagan un impuesto menor a las emisiones convencionales, independientemente de las emisiones que se efectúen al amparo de la línea y dentro del plazo de 10 años. Además, la última emisión puede superar el plazo de vencimiento de la línea conservando la ventaja tributaria.

Las líneas de Efectos de Comercio, instrumentos de endeudamiento de corto plazo, tienen una vigencia de hasta 10 años, pero cada serie particular no puede superar los 36 meses y la suma de las sucesivas emisiones no puede sobrepasar el monto de la línea autorizada. Al igual que la las líneas de bonos, la tasa de interés, reajustes y plazos son determinados en el momento de cada colocación.

Próximas Emisiones

El interés de las empresas es creciente y ya están registradas en la SVS varias emisiones de bonos y efectos de comercio, en tanto que otras han sido informadas. Se espera que en el futuro próximo otras empresas registren nuevas emisiones, estimándose en el mercado que la oferta de estos instrumentos supere los US\$ 1.200 millones. A continuación, se presenta un detalle de próximas emisiones:

Cuadro N° 1: Próximas Emisiones

CODELCO Chile	UF 7.000.000.-
Aguas Andinas (Línea de Bonos)	UF 10.000.000.-
Carozzi (Línea de Bonos)	UF 2.000.000.-
Sociedad Inversora Forestal	MMUS\$ 13.-
Embonor (Línea de Bonos)	UF 5.000.000.-(1)
Embonor	UF 4.000.000.-(1)
Farmacias Ahumada	UF 2.000.000.-

(1) Fuente: www.fitchrating.cl

Inversiones de los Fondos de Pensiones

Al mes de agosto de este año, los Fondos de Pensiones tenían invertido en bonos US\$ 2.982 millones, lo que representa un 8,5% del ahorro acumulado en las AFP. Los sectores económicos que han captado una mayor participación de la inversión en bonos son: Eléctrico, US\$ 701 millones; Bancario, US\$ 673 millones e

Infraestructura, US\$ 492 millones (Ver Cuadro N° 2).

En el último tiempo han aumentado los emisores de bonos en los cuales los Fondos de Pensiones han invertido, pasando de 60 en Diciembre de 2000 a 80 en la actualidad.

Notable es el crecimiento del sector Infraestructura, ya que en este período se cristalizaron cinco grandes emisiones, tales como las autopistas Santiago - Valparaíso, Santiago - San Antonio, Talca - Chillán, Chillán - Collipulli y el Metro de Santiago, con un monto total invertido que supera los US\$ 400 millones.

Costo de Emitir un Bono

Las empresas deben cumplir un conjunto de requisitos para captar capital de los inversionistas, lo que involucra costos, tales como: contratación de dos clasificaciones privadas de riesgo; asesoría financiera y legal, inscripción en el registro de valores de oferta pública de la Superintendencia de Valores y Seguros, envío de información económico - financiera a la instituciones fiscalizadoras (Ver Cuadro N° 3).

A modo de ejemplo, se estima que para una emisión de bonos por UF 2.000, el costo directo para la empresa alcanza un rango de entre 0,2% y 0,3% del valor de la emisión para el primer año, bajando a contar del año dos a una cifra en torno a 0,1%.

Como se aprecia, el diferencial de tasas de interés compensa holgadamente los costos asociados al financiamiento vía bonos, motivo del importante crecimiento de esta alternativa en los últimos años.

Atractivo para los Fondos de Pensiones

Los bonos son una alternativa interesante para los Fondos de Pensiones, básicamente por la rentabilidad que entregan en comparación con otras alternativas del mercado local.

Entre los instrumentos de deuda (renta fija e

Cuadro N° 2 Inversión de los Fondos de Pensiones en Bonos (Por Sector a Agosto de 2002)

SECTOR	MM US\$	% de los Fondos de Pensiones
ELECTRICO	700,8	2,01%
Colbún Machicura S.A.	B 48,1	0,14%
Conafe	B 5,1	0,01%
Eléctrica Guacolda	B 19,4	0,06%
Electricidad	B 55,1	0,16%
Endesa S.A.	B 98,2	0,28%
Emel	B 44,4	0,13%
Enersis S.A.	B 51,2	0,15%
Sociedad Eléctrica Santiago	B 62,3	0,18%
HQI Transelec	B 66,9	0,19%
Gener	BC 250,1	0,71%
TELECOMUNICACIONES	158,4	0,45%
Cía. De Teléfonos de Coyhaique S.A.	B 0,7	0,00%
CTC	B 74,7	0,21%
Entel S.A.	B 50,4	0,14%
Manquehue Net S.A.	B 15,8	0,05%
GTD Teleductos	B 5,5	0,02%
Telefonía del Sur	B 11,3	0,03%
SERVICIOS	248,7	0,70%
Bicecorp	B 0,8	0,00%
Cencosud	B 42,2	0,12%
Cía. Sudam. de Vapores	B 9,5	0,03%
D&S	B 33,6	0,10%
Ferrocarriles	B 10,9	0,03%
A. París	B 6,8	0,02%
Forum Servicios Financieros	B 1,4	0,00%
Grupo Security	B 8,0	0,02%
Metrogas	B 45,3	0,13%
Parque Arauco	B 21,3	0,06%
Falabella	B 20,9	0,06%
Santiago Leasing	B 17,7	0,05%
Sodimac	B 29,2	0,08%
Sudameris Leasing	B 1,0	0,00%
SANITARIO	54,1	0,16%
Esbio	B 3,8	0,01%
Aguas Andinas	B 20,3	0,06%
Esval	B 30,1	0,09%
RECURSOS NATURALES	264,5	0,76%
Antar Chile	B 38,0	0,11%
Cap	B 96,9	0,28%
Gasco	B 29,4	0,08%
Minera Escondida Ltda.	B 98,2	0,28%
Sopraval	B 2,1	0,01%
INDUSTRIAL	255,5	0,72%
Celulosa Arauco y Constitución	B 3,2	0,01%
Cementos Bío Bío	B 17,4	0,05%
Coca Cola Embonor	B 26,2	0,07%
Cervezas	B 5,0	0,01%
Electrometalurgia	B 0,7	0,00%
Cristalerías Chile	B 22,1	0,06%
Embotelladora Andina	B 42,1	0,12%
Empresas Carozzi	B 7,5	0,02%
Ind. Alimenticias Carozzi	B 6,9	0,02%
Madeco	B 59,6	0,17%
Quiñenco	B 54,9	0,16%
Viña Santa Rita	B 1,8	0,01%
Viña Concha y Toro	B 0,4	0,00%
Watt's Alimentos	B 7,6	0,02%
INMOBILIARIO	134,7	0,37%
Santander Securitizadora	B 45,6	0,13%
Securitiz. La Construcción	B 17,6	0,05%
Securitizadora Bice	B 18,7	0,05%
Securitizadora Security	B 3,9	0,01%
BCI Securitizadora	B 5,1	0,01%
Banchile Securitizadora	B 10,9	0,03%
ABN AMRO Securitizadora	B 25,6	0,07%
I ransa (securitizadora)	B 7,3	0,02%
INFRAESTRUCTURA	492,1	1,41%
Rutas del Pacífico (Santiago-Valparaíso)	B 91,4	0,26%
Ruta de la Araucanía (Collipulli-Temuco)	B 75,2	0,21%
Metro S.A.	B 76,3	0,22%
Autopista del Bosque (Chillán-Collipulli)	B 96,6	0,28%
Autopista del Sol (Santiago-San Antonio)	B 61,9	0,18%
Ruta 5 Talca Chillán	B 90,8	0,26%
SECTOR FINANCIERO	673,1	1,92%
Bonos Bancarios	B 344,4	0,98%
Bonos Subordinados	B 328,8	0,94%
TOTAL INVERSION BONOS (MMUS\$)	2.982	8,50%
TOTAL FDO. PENSIONES (MMUS\$)	35.085.200	100%

intermediación financiera), los bonos son los instrumentos que, por lo general, presentan las mayores rentabilidades o tasa de interés en comparación, por ejemplo, con los Depósitos a Plazo (Ver Cuadro N° 4).

Dado lo anterior, es importante que la oferta de bonos se amplíe, tal cual está ocurriendo en la actualidad.

Cuadro N° 4

Tasas de Interés para Bonos y Depósitos a Plazo (*)

	Bonos	Dep. a Plazo
Agosto 2002	UF + 5,82%	UF + 0,43%
Diciembre 2001	UF + 6,56%	UF + 5,75%
Junio 2001	UF + 6,41%	UF + 3,76%
Diciembre 2000	UF + 7,04%	UF + 5,22%
Junio 2000	UF + 7,75%	UF + 5,97%
Diciembre 2000	UF + 7,97%	UF + 5,94%

(*) Fuente: Superintendencia de AFP. Tasas de valorización a cada fecha.

Cuadro N° 3 **Costo de Emitir Bonos**

Costo Clasificaciones Privadas:

Nuevas emisiones:	0,025% monto total de la emisión más UF 450 mínimo.
Mantenimiento anual:	UF 250 a UF 300 (empresa pequeña)

Gastos Colocación: Referencia UF 1.000.000 (MMUS\$ 25)

- Contrato Emisión (Abogado) : UF 300 (pueden usarse abogados propios)
- Agente Colocador : 0,05% de la emisión efectivamente colocada.
- Marketing : UF 130 (impresión prospectos)
- Inscripción SVS : UF 220
- Banco representante tenedores: UF 300
- Avisos prensa (1 obligatorio y 1 voluntario): UF 130
- Inscripción Bolsa : UF 20 semestral
- Asesor Financiero : Variable.

Gasto total primer año emisión UF 2.000

(0,2% - 0,3%)

Segundo año en adelante 0,1%.

Emitir información al público (SVS):

FECUS Trimestrales, hechos esenciales, etc...

La información de este Boletín puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación.

Consultas: Departamento de Estudios Asociación Gremial de AFP.

Dirección: Avenida 11 de Septiembre 2155, Torre B, piso 14, Providencia. Santiago – Chile.

Fono: (56 – 2) 3811717 **Fax:** (56 – 2) 3811721

E-mail: estudios@afp-ag.cl **Internet:** www.afp-ag.cl