

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 42

APORTES REEMBOLSABLES EN EMPRESAS SANITARIAS

RESUMEN

El objetivo original de los Aportes Financieros Reembolsables (AFR) en el sector sanitario se ha desvirtuado en la actualidad. En el origen de la creación de los AFR, se entendió que el mecanismo impulsaría mayores inversiones, en un momento donde se buscaba incentivar fuertemente una mayor cobertura al destrabar restricciones de tipo financieras que en ese entonces tenían las empresas sanitarias, las que eran mayoritariamente de propiedad estatal, además de un mercado de capitales muy incipiente. Sin embargo, este contexto no tiene asidero en la actualidad, pues existen las empresas sanitarias han sido privatizadas o concesionadas, cuyo control está en manos de grandes conglomerados económicos, y que tienen acceso expedito al mercado de financiamiento de largo plazo y a bajas tasas de interés. Pese a ello, muchas empresas sanitarias siguen haciendo uso de los AFR, pese a que representan una proporción mínima de su endeudamiento, los que están siendo utilizados más como una oportunidad de negocio financiero por parte de algunas empresas sanitarias, dada la coyuntura de bajas tasas de interés en el mercado financiero.

Por su parte, las empresas inmobiliarias que deben aceptar estos pagarés que les entregan las sanitarias por concepto de AFRs de parte de las empresas sanitarias, ven fuertemente castigado el precio de éstos papeles al momento de venderlos en el mercado secundario, los que incluso son recomprados por las mismas empresas sanitarias. De hecho las cifras revelan que esto es un buen negocio para las sanitarias, pues las utilidades percibidas por la recompra de AFR representan un porcentaje no menor respecto de las utilidades operacionales (reguladas) propias del negocio de las empresas sanitarias.

Así, en la actualidad la regulación existente de la AFR revela una serie de falencias e ineficiencias que favorecen la posición de dominio de las empresas sanitarias sobre las empresas inmobiliarias y sus clientes. El abuso de esta posición de parte de las empresas sanitarias provoca importantes pérdidas a los urbanizadores, pero fundamentalmente lleva a ineficiencias y pérdidas en la asignación de recursos

JEL Classification: L95,L12,L43,L51

Keywords: Sector sanitario, aportes financieros reembolsables, posición de dominio.

Este documento fue presentado como parte de los antecedentes aportados por la CChC en el juicio ante el Tribunal de la Libre Competencia en contra de las empresas sanitarias Aguas Andinas, Essbio, Aguas Nuevo Sur Maule y Essal, por abuso de posición de dominio.

La publicación de los Documentos de Trabajo no está sujeta a la aprobación previa de la Mesa Directiva de la Cámara Chilena de la Construcción. Tanto el contenido de los Documentos de Trabajo, como también el análisis y conclusiones que de ellos se deriven, son exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es) y no reflejan necesariamente la opinión de la Cámara Chilena de la Construcción o sus directivos.

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Normativa

El Sistema de Aportes de Financiamiento Reembolsables (AFR) está establecido para los servicios públicos de electricidad, agua potable y alcantarillado, de manera complementaria a los respectivos sistemas tarifarios. Su fundamento se encuentra en la obligatoriedad de los concesionarios de atender, en la medida que sean requeridos, a nuevos usuarios o a incrementos de demanda dentro del área y condiciones de la concesión. En el caso del sector sanitario, el mecanismo de los AFR está establecido en el Decreto con Fuerza de Ley (DFL) N° 70 del Ministerio de Obras de 1988, conocida como “Ley de Servicios Sanitarios”, y sus modificaciones y en su reglamento, contenido en el Decreto Supremo (DS) N° 453 del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción de 1990, y sus modificaciones.

1.2 Resumen aspectos principales de la actual normativa de AFR en el sector sanitario.

a. Objetivo.

El objetivo principal de los AFR es servir como mecanismo alternativo de financiamiento a las empresas sanitarias que deben cumplir con la obligación legal de prestación de servicios de agua potable y alcantarillado, que tienen en virtud de la concesión que se les otorga¹. Es decir, se trata de nuevos clientes de área urbana dentro del territorio operacional de la empresa concesionaria de servicios sanitarios.

b. Tipos de AFR

Los AFR son de dos tipos: por Capacidad y por Extensión. Los *AFR por Extensión* tienen por objetivo financiar la extensión de las redes desde las instalaciones existentes hasta el punto de conexión del interesado. Estas redes, para ser consideradas como reembolsables, no deben ser identificables exclusivamente con el proyecto del solicitante y deben tener la posibilidad de servir a otros. El aporte puede ser efectuado por el nuevo usuario solicitante mediante la construcción directa de las obras de extensión, de acuerdo al plan de desarrollo de la empresa sanitaria, la cual debe reembolsar posteriormente este aporte. Además, este aporte puede ser efectuado mediante el financiamiento directo a la empresa sanitaria para que ésta realice las obras de extensión.

¹ Para asegurar la obligatoriedad de la prestación de servicios sanitarios, en la ley sanitaria se reconoce la necesidad de independizar la tarificación de los servicios de las alternativas de financiamiento de las obras.

En tanto, los *AFR por Capacidad*, tienen por finalidad solventar la expansión de la infraestructura existente necesaria para otorgar el servicio solicitado, el cual no se encuentra asociado a ninguna obra ni plan de desarrollo específico, por lo que en muchos casos se observa que las empresas no realizan ningún tipo de obra para atender algún nuevo requerimiento. Este tipo de AFR opera sólo a través de la entrega de financiamiento, y no por la ejecución de obras que pueda realizar el interesado, siendo la empresa sanitaria la responsable de asumir la realización de las obras de capacidad que sean necesarias para dar los servicios que correspondan.

c. Medios de reembolso de los AFR.

Según lo establecido en la Ley, los medios de reembolso de los AFR pueden ser dinero, documentos mercantiles, prestación del servicio de agua potable o alcantarillado, acciones, o cualquier otro mecanismo que acuerden las partes. En caso que el reembolso no se hiciera en dinero, los títulos deben ser endosables, de manera de que puedan ser transferidos a un tercero con la sola firma de su titular.

Tanto la actual normativa como el organismo regulador, esto es, la Superintendencia de Servicios Sanitarios o SISS, consideran que los AFR constituyen un capital inmovilizado para la empresa inmobiliaria aportante, y reconocen la necesidad de ésta de poder recuperar el aporte efectuado en un monto significativo y dentro de un plazo razonable. Así, la ley estipula que uno de los requisitos que deben cumplir los instrumentos de reembolso, es que estos documentos comerciales que respaldan los AFR deben ser endosables, de manera tal que éstos puedan ser transados en el mercado secundario, “evitando de esta forma que el aportante deba mantener una inversión no voluntaria²”, según lo ha señalado la propia SISS. Así, se reconoce de manera explícita la necesidad que tiene la empresa aportante de liquidar estos papeles en el mercado secundario. Esto constituye un aspecto esencial del origen y de la operatoria del mecanismo de los AFR, pues de no existir, difícilmente podría haber sido instaurado y claramente no podría haber operado en la práctica.

d. Características de títulos de respaldo de AFR

El valor de reembolso de los títulos de respaldo de los AFR, en el caso distinto de las acciones, corresponde al valor inicial reajustado de acuerdo al valor de la unidad de fomento, y con intereses que se capitalizan semestralmente. El interés anual deberá ser el valor medio entre la tasa anual efectiva promedio cobrada y la pagada por los bancos en operaciones reajustables de 1 a 3 años, ambas informadas por el Banco Central en los últimos 12 meses. El plazo máximo de devolución de estos pagarés es de 15 años, según lo establece la propia ley sanitaria.

² Superintendencia de Servicios Sanitarios, Resolución 1.173, 1992.

e. Rol de la SISS

Los usuarios, empresas inmobiliarias, pueden requerir a una empresa sanitaria para que sean incorporados como clientes de ésta, o bien pedir una ampliación del servicio ya sea en capacidad o extensión. La empresa sanitaria, en tanto, tiene el derecho a exigir aportes de financiamiento reembolsables para poder atender a esta solicitud. De esta manera, el uso de los AFR está definido en la ley como una facultad privativa de la empresa sanitaria.

La Superintendencia de Servicios Sanitarios es competente en la atención de reclamos previa firma del contrato entre el solicitante y la empresa sanitarias. Por ejemplo, es competente para resolver, en caso de que existan discrepancias entre la empresa sanitaria y el usuario interesado, respecto de si una obra o inversión constituye o no aporte de financiamiento reembolsable. Este organismo también tiene competencias para intervenir cuando existen discrepancias en el monto a reembolsar, así como también si no existe acuerdo entre la equivalencia del reembolso y la efectividad de su restitución versus lo aportado.

2. DESVIRTUACIÓN DE LOS OBJETIVOS DEL SISTEMA Y CAMBIOS EN EL CONTEXTO HISTORICO

El objetivo principal de los AFR era servir como mecanismo alternativo de financiamiento a las empresas sanitarias que deben cumplir con la obligación legal de prestación de servicios de agua potable y alcantarillado, que éstas tienen en virtud de la concesión que se les otorga. Dado que los servicios sanitarios son intensivos en inversiones, la legislación estableció los AFR como un mecanismo que permitiera asegurar el financiamiento de las obras de expansión y capacidad que deben realizar las empresas sanitarias a solicitud de los urbanizadores.

En el origen de la creación de los AFR, se entendió que el mecanismo impulsaría mayores inversiones, en un momento donde se buscaba incentivar fuertemente una mayor cobertura en la provisión de servicios sanitarios a la población, al destrabar restricciones de tipo financieras que en ese entonces tenían las empresas sanitarias. Estas eran mayoritariamente de propiedad estatal (las excepciones más relevantes Agua Potable Lo Castillo y Aguas Los Dominicos), donde las posibilidades que éstas tenían para realizar inversiones por cuenta propia o con crédito estaba limitada por restricciones presupuestarias. Además, en ese entonces existía un desarrollo muy incipiente del mercado de capitales para financiamiento de inversiones de largo plazo. Así, los AFR eran funcionales a la necesidad de realizar inversiones de expansión en un contexto de restricciones presupuestarias aplicables a las sanitarias estatales.

Sin embargo, este contexto no tiene asidero en la actualidad. Existen empresas sanitarias que han sido privatizadas o concesionadas y cuyo control está en manos de grandes conglomerados económicos, que tienen acceso expedito al mercado financiero

y, por lo tanto, pueden financiar las inversiones con créditos de largo plazo o emisiones de bonos, a bajas tasas de interés, las que se relacionan con el mínimo riesgo sistemático que presenta el sector, tanto en Chile como a nivel internacional. Por el contrario, los urbanizadores enfrentan limitaciones para el plazo de los créditos no pueden en la práctica acceder a la colocación de bonos, y las tasas de interés que se les aplican tienden a ser mayores, por el mayor riesgo comercial de su actividad, que es altamente pro cíclica.

2.1 Análisis Crítico al uso de los AFR por necesidad de financiamiento de la Inversión Sanitaria

Las empresas sanitarias en la actualidad tienen múltiples alternativas de financiamiento de sus planes de inversión a través ya sea de financiamiento propio, accesos a créditos bancarios, emisión de bonos de oferta pública, y, en último término, la utilización de aportes financieros reembolsables.

En lo que sigue, demostraremos que esta última fuente de financiamiento en la actualidad es del todo irrelevante para las sanitarias, pero perjudicial para los desarrolladores inmobiliarios, en el sentido que involucra montos ínfimos en relación a los montos de deuda que estas empresas sanitarias pueden levantar en el mercado formal de crédito.

a. Financiamiento a través de emisión de Bonos³.

Las empresas sanitarias que emiten bonos de oferta pública son muy bien clasificadas, y por lo tanto sus instrumentos de deuda tiene alta demanda en el mercado de los inversionistas institucionales.

Clasificación de Riesgo de Empresas Sanitarias	
Aguas Andina S.A.	AA+
Aguas Nuevo Sur Maule S.A.(*)	A
Emp de Servicios Sanitarios de Los Lagos S.A.	AA
Emp de Servicios Sanitarios del Bío Bío S.A.	AA
Esva S.A.	AA-

Fuente= Comisión Clasificadora de Riesgo

(*) Primera emisión inscrita en feb. 2007

De hecho, de acuerdo a información de la Superintendencia de AFP, se constata que, a fines de 2006, las administradoras de fondos de pensiones poseen dentro de su cartera de inversiones un monto total de más de 12,6 millones de UF en bonos de las

³ En esta sección, las cifras expresadas originalmente en pesos de cada año fueron transformadas por la UF del último día de cada año.

empresas Aguas Andinas, Essbio y Esva, lo que da cuenta de la sólida demanda por estos instrumentos de deuda emitidos por las sanitarias.

Cartera de los Fondos de Pensiones Inversión en Bonos de Empresas al 29 de dic. 2006 - en UF						
	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Aguas Andinas	588.239	953.593	3.169.837	743.705	272.162	5.727.536
Empresa de Serv. Sanitarios del Bio-Bio	718.969	734.148	2.300.844	954.004	446.859	5.154.822
Esva	78.018	222.985	1.031.243	293.454	110.960	1.736.660
Total	1.385.226	1.910.725	6.501.925	1.991.162	829.981	12.619.019

Fuente: Superintendencia AFP

Por su parte, a la misma fecha, las empresas sanitarias que emiten bonos tenían una deuda vigente en este tipo de instrumentos de casi 30 millones de UF.

Detalle Deuda Vigente Bonos Corporativos al 31 de diciembre de 2006		
Cifras en UF		
	Valor Nominal	Valor Par
Aguas Andinas S.A.	11.116.666	11.185.506
Esva S.A.	9.249.272	9.351.434
Empresa Servicios Sanitarios de los Lagos	2.200.000	2.210.840
Emp. de Servicios Sanitarios del Bio Bio S.A	7.200.000	7.278.536
Total	29.765.938	22.747.780

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

En particular, desde el año 2004 y a fines de 2006, las empresas sanitarias han podido levantar endeudamiento a través de la emisión de bonos de oferta pública equivalente a más de 16,5 millones de UF, que corresponde al 74 % de la deuda vigente en bonos que tenían las sanitarias a fines del año pasado, lo que demuestra que en los últimos tres años estas empresas han tenido un amplio acceso al mercado crediticio de bonos.

Colocación de Bonos Corporativos			
31 dic 2003 - 31 dic 2006			
	Fecha	Monto (UF)	Tasa de Emisión
Aguas Andinas S.A.	09.12.05	1.650.000	4,00
	09.12.06	5.000.000	4,15
Esva S.A.	04.08.04	2.500.000	3,80
	29.06.05	2.500.000	3,50
Emp. de Servicios Sanitarios del Bio Bio S.A	02.11.06	5.000.000	3,80
Total		16.650.000	

Fuente: Elaborado a partir de información FECU, SVS

Más aún, si se comparan las cifras de deuda vigentes en bonos a fines de 2003 con iguales cifras pero a fines del año pasado, se constata que, pese a las importantes emisiones de bonos corporativos ocurridas en este lapso de tiempo, el endeudamiento global de estas empresas sanitarias ha disminuido en casi 2,5 millones de UF. Ello debido principalmente a que las nuevas emisiones les han permitido una mejor estructuración de su cartera de deuda, al haber podido colocar tales nuevas emisiones a tasas de interés mucho más bajas, en sintonía con la baja generalizada que se constata en las tasas de interés de largo plazo en la economía.

Detalle Deuda Vigente				
Bonos Corporativos				
al 31 de diciembre de cada año				
	2006		2003	
	Cifras en UF	Tasa i prom	Cifras en UF	Tasa i prom
Aguas Andinas S.A.	11.116.666	4,5	12.047.247	4,7
Esva S.A.	9.249.272	4,9	10.023.532	6,2
Empresa Servicios Sanitarios de los Lagos	2.200.000	6,0	2.384.163	6,0
Emp. de Servicios Sanitarios del Bio Bio S.A	7.200.000	4,9	7.802.715	6,1
Total	29.765.938	4,8	32.257.657	5,6

Fuente: Elaborado a partir de información FECU de las Sanitarias, disponible en la SVS

Es decir, y en resumen, estas cifras avalan el amplio acceso que tienen estas empresas sanitarias al financiamiento a través de la emisión de bonos de oferta pública.

b. Financiamiento a través de créditos bancarios.

Las empresas sanitarias también tienen amplio acceso al crédito bancario, lo que dan cuentas las cifras del siguiente cuadro, elaboradas a partir de las FECU's de las empresas sanitarias. En el se puede constatar las cifras de endeudamiento bancario que tienen las empresas sanitarias con bancos e instituciones financieras a fines del año 2006.

Las cifras denotan que el mayor endeudamiento bancario a fines del año pasado lo tenía la Empresa Aguas Nuevo Sur Maule, que a su vez es la única empresa sanitaria

que aun no había colocado bonos en el mercado (si bien tiene una emisión inscrita en la SVS en febrero de este año), lo que demuestra la sustitución perfecta de fuentes de financiamiento que tienen estas empresas.

Deuda vigente con Bancos e Instituciones Financieras a Dic. 2006			
Cifras en UF			
	Corto Plazo	Largo Plazo	Total
Aguas Andinas S.A.	1.764.201	2.727.910	4.492.112
Aguas Nuevo Sur Maule	153.727	6.538.118	6.691.845
Empresa Servicios Sanitarios de los Lagos	208.106	346.844	554.950
Emp. de Servicios Sanitarios del Bio Bio S.A	356.576	3.518.837	3.875.412

Fuente: Elaborado a partir de información de FECU de las Sanitarias, disponible en la SVS

c. Resumen de fuentes de financiamiento tradicionales.

A continuación se presentan las cifras agregadas de endeudamiento vigente de las empresas sanitarias en relación a sus montos vigentes en bonos corporativos y endeudamiento bancario.

Deuda vigente total (Bonos más Bancos) a Dic. 2006	
Cifras en UF	
	Total
Aguas Andinas S.A.	15.608.778
Aguas Nuevo Sur Maule	6.691.845
Empresa Servicios Sanitarios de los Lagos	2.754.950
Emp. de Servicios Sanitarios del Bio Bio S.A	11.075.412

Fuente: Elaborado a partir de información de FECU de las Sanitarias, disponible en SVS

Del análisis de las cifras se constata que la empresa con mayor nivel de endeudamiento corresponde a Aguas Andinas y luego Essbio.

d. Financiamiento a través de Aportes Financieros Reembolsables

Lo interesante de las cifras anteriores es cuando ellas se comparan con los montos de deuda vigentes que estas empresas tienen en relación a los AFRs emitidos hasta esa misma fecha. Si bien no se cuenta con información precisa de las FECU's de las Sanitarias respecto del monto vigente de dichas deudas, un supuesto conservador permite estimar ese nivel de endeudamiento como el total de la glosa denominada "documentos por pagar de largo plazo"⁴, que contiene los montos de deuda por aportes

⁴ En la Nota 40 de la FECU de Aguas Andinas, aparece que el monto de la deuda por aportes reembolsables de esa empresa a diciembre de 2006 corresponde a M\$ 16.481.299, mismo monto que

reembolsables, y en algunos casos es completamente coincidente, como ocurre con Aguas Andinas.

Deuda Vigente por Aportes Financieros Reembolsables (*)	
Al 31 de Dic. 2006	
Cifras en UF	
Aguas Andinas S.A.	898.831
Aguas Nuevo Sur Maule	55.752
Empresa Servicios Sanitarios de los Lagos	27.092
Emp. de Servicios Sanitarios del Bio Bio S.A	170.038

(*) Corresponde al monto total de la glosa "documentos por pagar largo plazo"

Fuente: Elaborado a partir de información de FECU, SVS

Si comparamos estas cifras de deuda vigente de las empresas sanitarias por Aportes Financieros Reembolsables con las otras deudas vigentes que estas mismas empresas tenían a fines del año 2006, se llega a la conclusión de que los Aportes Financieros Reembolsables representan una fracción muy mínima del endeudamiento de estas empresas sanitarias. Esto demuestra que la razón inicial de la existencia de los AFR, que era la de servir de fuente de financiamiento de la inversión sanitaria, no tiene sentido en el contexto actual de las empresas del sector, lo que ha quedado demostrado de sobra por lo menos para las cuatro empresas requeridas ante el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC).

Porcentaje de la Deuda en AFR sobre el Total de Deuda ESS	
Al 31 de Dic. 2006	
Aguas Andinas S.A.	5,8%
Aguas Nuevo Sur Maule	0,8%
Empresa Servicios Sanitarios de los Lagos	1,0%
Emp. de Servicios Sanitarios del Bio Bio S.A	1,5%

Fuente: Elaborado a partir de información de FECU, SVS

Para ahondar en más argumentos, el mecanismo de los AFR no es utilizado por todas las empresas sanitarias. De hecho, algunas de las empresas sanitarias más pequeñas, que podrían tener un menor acceso al mercado de financiamiento formal en relación a las grandes empresas sanitarias, son justamente las que menos ocupan el mecanismo de los AFR. Esta afirmación queda demostrada en el cuadro de la página a continuación, donde aparecen los montos de emisión de AFR desde el año 2003 a 2006 para cada una de las empresas sanitarias.

aparece en la glosa "documentos por pagar largo plazo" (5.22.30.00) del Balance de Pasivos de esta empresa.

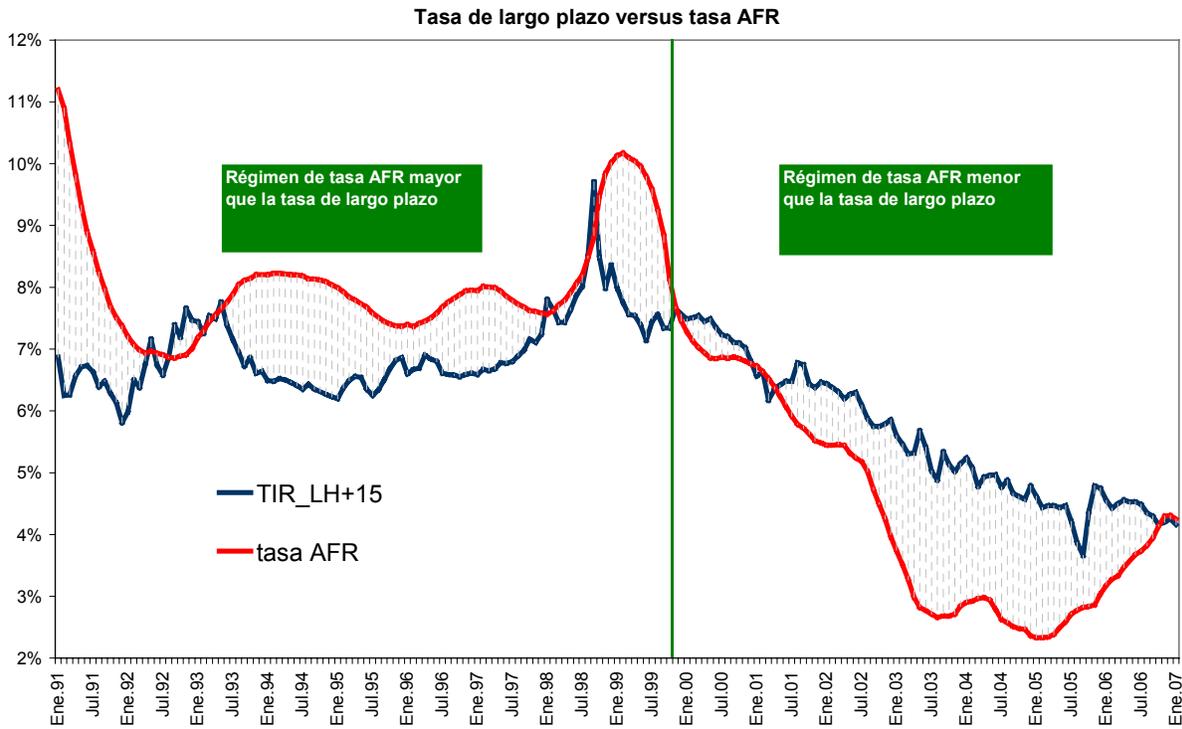
Además, resulta del todo curioso que estas empresas, en sus mayoría grandes empresas, utilicen los AFR para sus necesidades de financiamiento, teniendo en cuenta que ellas mismas tienen suficientes recursos financieros líquidos en caja como para recomprar los mismos AFR que ellas han emitido anteriormente.

EMISIÓN DE APORTES FINANCIEROS REEMBOLZABLES DE EMPRESAS SANITARIAS					
(CIFRAS EN UF)					
EMPRESA	UF	UF	UF	UF	UF
	2003	2004	2005	2006	TOTAL
ESSAT S.A.	0,0	0,0	0,0	7.524,6	7.524,6
A. DE ANTOFAGASTA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ESSAN S.A.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
AGUAS CHAÑAR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EMSSAT S.A.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ESVAL S.A.	157.064,9	130.807,7	133.795,5	123.971,7	545.639,9
COOPAGUA	5.534,4	1.495,3	295,8	509,8	7.835,3
AGUAS ANDINAS S.A.	544.760,6	889.573,1	690.560,7	738.999,4	2.863.893,8
A. CORDILLERA	181.448,3	152.597,6	152.300,2	96.846,9	583.193,0
LOS DOMINICOS	17.696,0	0,0	0,0	21.641,1	39.337,1
A.MANQUEHUE	23.293,0	26.254,6	33.359,8	43.176,6	126.084,0
SERVILAMPA S.A.	0,0	0,0	0,0	2.618,3	2.618,3
SERVICOMUNAL S.A.	8.910,7	43.300,5	9.327,7	11.536,6	73.075,5
SANTA ROSA DEL PERAL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SEPPA	0,0	0,0	0,0	7.284,7	7.284,7
ESSBIO S.A. VI REGION	1.109,5	0,0	28.711,0	56.197,8	86.018,3
ESSBIO S.A.	10.397,9	0,0	146.074,6	94.093,0	250.565,4
ESSBIO S.A. VI Y VIII REGION	0,0	47.150,7	13.646,2	0,0	60.796,9
ESSAM S.A. (ANSM)	0,0	13.605,7	32.346,3	41.078,7	87.030,7
ESSAR S.A.	0,0	0,0	0,0	35.989,2	35.989,2
AGUAS DECIMA	3.611,6	4.781,2	9.924,5	10.351,8	28.669,1
ESSAL S.A.	0,0	0,0	2.336,2	24.557,5	26.893,7
ESMAG S.A.	0,0	0,0	187,4	5.966,7	6.154,1
TOTALES	953.826,9	1.309.566,4	1.252.865,7	1.322.344,3	4.838.603,4

3. COMPORTAMIENTO OPORTUNISTA EN EL USO DEL MECANISMO DE AFR.

En la época en que los AFR fueron introducidos al sector sanitario, la condición de aplicar tasas de mediano plazo (entre 1 y 3 años), como establece la Ley, era perjudicial respecto de tasas de largo plazo, que normalmente eran significativamente menores. Por lo tanto, la regla aplicable sobre tasas introducía incentivos a limitar los AFR y a restringir el plazo de vencimiento de estos instrumentos. Sin embargo, la relación de tasas ha cambiado en los últimos 7 años, y las tasas de corto plazo han

pasado a ser sistemáticamente menores que las tasas de largo plazo, invirtiendo con ello los incentivos para el uso de los AFR.



De hecho, en la actualidad, el mecanismo de los AFR parece estar siendo utilizado, más que como una alternativa para financiar infraestructura para atender a nuevos clientes, como una oportunidad de negocio financiero por parte de algunas empresas sanitarias, en particular las más grandes, dada la coyuntura de bajas tasas de interés en el mercado financiero. Algunas importantes empresas sanitarias parecen dar este uso al mecanismo de los AFR, en una coyuntura en que el costo que para ellos significa el retorno que ofrecen los papeles que emiten para respaldar los AFR son mucho menores que los costos que debieran pagar de endeudarse en el sistema financiero para financiar sus inversiones con tasas de interés de largo plazo.

El cuadro a continuación, elaborado a partir de información de las FECUS de las empresas sanitarias, revela los incentivos que tienen estas empresas para utilizar los AFR, en circunstancias que las tasas de endeudamiento a que ellas han tenido acceso en los últimos dos años han sido bastante más elevadas que la de los AFR para iguales plazos. Por esto, desde el punto de vista de maximización de ganancias financieras, a las sanitarias les conviene realizar el arbitraje de tasas que la normativa de AFR les posibilita, dada la estructura actual de las tasas de interés en la economía.

Tasas de Endeudamiento Largo Plazo						
	Año 2005			Año 2006		
	Bancos	Bonos	AFR	Bancos	Bonos	AFR
Aguas Andinas	7,35%	4,00%	2,63%	6,70%	4,15%	3,73%
Aguas Nuevo Sur Maule	4,28%	-	2,63%	5,38%	-	3,73%
ESSBIO	5,30%	-	2,63%	5,38%	3,80%	3,73%
ESSAL	5,81%	-	2,63%	6,88%	-	3,73%

Fuente: Elaborado a partir de FECU, ABIF, Banco Central

Por su parte, las empresas inmobiliarias que deben aceptar estos pagarés que les entregan las sanitarias por concepto de AFRs de parte de las empresas sanitarias, ven fuertemente castigado el precio de éstos papeles al momento de venderlos en el mercado secundario.

Una evidencia de los inadecuados incentivos existentes en la actualidad, y que llevan a un comportamiento oportunista de las sanitarias, es que incluso son las propias empresas las que recompran sus propios AFR posteriormente (e incluso inmediatamente), obteniendo una importante ganancia financiera solamente por hacer uso de este mecanismo.

Como se puede concluir de los párrafos anteriores, cuando el mecanismo de los AFR fue establecido para el sector sanitario hace cerca de 20 años, el regulador de entonces no pudo estimar las reales consecuencias que tendría esta regulación años más tarde, al favorecer en la aplicación de la normativa la posición de dominio de las empresas sanitarias. Así, la situación descrita expone una serie de falencias e ineficiencias en la normativa que regula los AFR, que deberían ser solucionadas a la brevedad, pues existe una tergiversación respecto del objetivo para el cual fueron creados, y se favorece una situación asimétrica en beneficio de las empresas sanitarias, muchas de las cuales abusan de ello, sobre empresas inmobiliarias y sus clientes, que lleva a una ineficiencia en la asignación de recursos y a una pérdida para la sociedad.

4. ABUSO DE POSICIÓN DE DOMINIO EN EL USO DE LOS AFR POR PARTE DE LAS EMPRESAS SANITARIAS

4.1 Mercado relevante y posición de dominio de la empresa sanitaria

Dado que la demanda por nuevos servicios sanitarios está compuesta en gran parte por proyectos de urbanización y edificación dentro de zona de concesión, y que el único oferente del servicio sanitario es el concesionario de cada zona, que goza de exclusividad garantizada por ley, la definición del mercado relevante es clara y simple cuando se trata de un área de concesión: abarca todas las zonas de concesión de cada empresa sanitaria, que es la única proveedora en su concesión.

En este mercado no existe ningún grado de competencia y por lo tanto, la posición de dominio absoluto de la empresa sanitaria dentro de su territorio operacional también es

clara. Por ende, la regulación constituye el único resguardo contra comportamientos monopólicos de parte de las empresas sanitarias. Por esta razón, existe una regulación de precios (tarifas) en la prestación de servicios, ya que no hay para los clientes otra alternativa de servicio que el que presta la empresa sanitaria.

A su vez, la ley también establece la obligatoriedad de la prestación de servicios sanitarios cuando se trate de un cliente al interior del territorio operacional de la empresa sanitaria. Dada esta obligación para la empresa sanitaria, la ley le reconoce a ésta el derecho a acceder a una fuente de financiamiento para sus inversiones, en forma alternativa al mercado financiero general, que proviene de los nuevos clientes dentro del territorio operacional que demandan servicios sanitarios (los AFR por extensión y por capacidad).

Es así que, dada la condición de monopolio que tiene la empresa sanitaria y la obligatoriedad de prestación de servicios a que está se encuentra sujeta, siempre en su territorio operacional, el mecanismo de los AFR está regulado en la propia ley de tarifas sanitarias. Sin embargo, esta regulación adolece de una falencia estructural: no emula las condiciones que debieran imperar en un mercado competitivo, cuestión que sí sucede mayormente en la regulación de las tarifas sanitarias, y más bien refuerza la condición de monopolio que ostenta la empresa sanitaria, frente a las empresas inmobiliarias, dentro de su territorio operacional. Así, el resultado final es una mala asignación de recursos y una pérdida de eficiencia que repercute sobre los clientes finales que son los compradores de viviendas.

En la siguiente sección se describan los principales factores de la regulación actual que rige para la operación de los AFR, y que llevan a una situación de ineficiencia económica.

4.2 Principales características de la regulación de AFR que llevan a pérdidas de eficiencia económica.

a. Distorsión en la fijación de la tasa de interés: el problema de establecer un promedio entre la tasa de captación y la tasa de colocación.

Al establecer la regulación que los pagarés que respaldan los AFR deben ofrecer una tasa de retorno equivalente a una tasa promedio entre una de captación y una tasa de colocación, ello produce una distorsión en la asignación de recursos, al no reflejar el verdadero costo de oportunidad de los recursos que las empresas aportantes deben destinar para financiar las nuevas obras. El costo de oportunidad de estos recursos está dado por la tasa de colocación, más allá si esta tasa es de corto o largo plazo, que es la tasa a la que además deberían acceder las empresas sanitarias en el mercado financiero, en el caso de financiar ellas mismas las nuevas obras. Adicionalmente, es la tasa de colocación la que debe pagar la empresa aportante que debe endeudarse para conseguir los fondos que financien los AFR.

Así, la tasa promedio establecida en la ley se traduce de inmediato en una pérdida financiera para la empresa que debe realizar los aportes, lo cual presenta un carácter casi obligatorio para el nuevo cliente.

b. Distorsión en la fijación de las tasa de interés: el problema de la discriminación entre fuentes de financiamiento.

La fijación de una tasa de interés de retorno para los AFR, que tiene como referencia un instrumento de corto a mediano plazo (uno a tres años), introduce una discriminación respecto de las fuentes de financiamiento para las nuevas inversiones.

Las sanitarias tienen la alternativa de financiar las nuevas inversiones ya sea con capital propio, o con mayor endeudamiento a través del sistema financiero, emisión de bonos, o bien recurriendo a los aportes financieros reembolsables que se exigen a aquellas empresas o usuarios directos que solicitan conexión con las instalaciones de la respectiva empresa sanitaria. Ahora bien, la lógica económica indica que, en equilibrio, no debieran existir diferencias en precios entre financiarse con una y otra fuente, teniendo en cuenta diferencias de liquidez, plazo, riesgo y otros. Sin embargo, en la ley de tarifas sanitarias está establecida dicha diferencia pues, de acuerdo a los parámetros establecidos para la fijación de la tasa de retorno de los pagarés que respaldan los AFR, normalmente será más conveniente para la empresa sanitaria financiar sus inversiones con aportes reembolsables que con endeudamiento a través del sistema financiero.

Esto se produce porque la alternativa de financiar una deuda a quince años a una tasa de corto plazo, en el caso de recurrir a los AFR, será casi siempre más conveniente que financiar la misma deuda a igual plazo recurriendo al sistema financiero, pues ello implica un mayor riesgo, y por ende un mayor costo a pagar por la empresa sanitaria.

c. Distorsión en la fijación de las tasas de Interés: el problema de la incompatibilidad de los retornos con la naturaleza de la inversión.

Los AFR ofrecen una tasa de retorno de acuerdo a un referencial de corto y mediano plazo, lo que no concuerda con la naturaleza de la inversión largo plazo que realizan las empresas que aportan los AFR. Esta asimetría entre rendimiento de la inversión y costo de uso de los recursos, se ve agravada si se considera además que los recursos financieros que las empresas sanitarias invierten en sus activos sí tienen una rentabilidad de largo plazo asegurada por ley. Esta rentabilidad corresponde a la tasa de retorno promedio⁵ ofrecida por el Banco Central para sus instrumentos reajustables en moneda nacional de plazo igual o mayor a ocho años, más un premio por riesgo propio de la actividad que no podrá ser inferior a 3% ni superior a 3,5%. De resultar esta tasa de costo de capital inferior a 7%, esta queda fijada en ese nivel "mínimo".

⁵ El promedio de esta tasa es entre seis y treinta y seis meses, contados hacia atrás desde que se inicia el proceso tarifario un año antes de que termine la vigencia de las tarifas.

De operar en equilibrio, la rentabilidad de los recursos financieros invertidos en activos de las sanitarias debiera ser similar al costo de financiamiento de dichos activos. Si existiera demanda por estos servicios, y si el precio que se cobra fuese mayor que su costo, una asignación eficiente de recursos indicaría que la oferta de servicios sanitarios debiera aumentar hasta que en el margen el precio y el costo se igualen. Sin embargo, en la operatoria de los AFR no resulta ser así, y el diferencial que existe entre la tarifa que cobran algunas sanitarias y el costo “ficticiamente” bajo al que se endeuda a través de los papeles comerciales que respaldan los AFR, constituyen una ganancia netamente financiera para la empresa sanitaria, lo que obviamente no es neutro.

d. Vacío legal que permite que la calidad de los instrumentos sea manipulable.

El valor de los pagarés por AFR debiera estar definido por el mercado secundario, al menos para los que emiten las sanitarias requeridas que tienen colocación pública de bonos o acciones. Más aún el valor de los pagarés de AFR debiera ser el valor de los bonos que emiten las mismas empresas, ajustadas por plazo y por tasa.

Sin embargo, como la normativa aplicable no fijó condiciones específicas que deban cumplir los instrumentos financieros que emiten las empresas sanitarias en pago de los AFR, ello ha resultado en que las empresas sanitarias, en especial las de mayor tamaño, no teniendo necesidad del financiamiento que les otorgan los AFR, han optado por desarrollar un atractivo negocio: emiten pagarés al plazo máximo que permite la ley y con características que minimizan su atractivo en un potencial mercado secundario. Esto constituye en importantes utilidades para algunas empresas sanitarias, como consecuencia del arbitraje de tasas, utilidades que son completamente sobre normales en relación a las utilidades del negocio sanitario. Por su parte, los urbanizadores, al no contar con alternativas de colocación, por las características que les imprimen los propios emisores, están dispuestos a aceptar ofertas de recompra a tasas inferiores a su tasa alternativa, pero muy superiores a las tasas de mercado para instrumentos financieros con razonable liquidez. En la práctica, lo que sucede es que las propias empresas sanitarias pueden recomprar estos pagarés a una fracción del valor par y del valor en el mercado secundario de instrumentos de tasa y plazos similares, pero con mayor liquidez.

Las condiciones mínimas que le exige la normativa a los pagares que respaldan los AFR, constituye un vacío en la normativa, que permite que la calidad de los pagarés que respaldan los AFR pueda eventualmente ser manipulada por el emisor. Ello sucede porque, por un lado, ésta deja abierta la posibilidad de que los instrumentos de reembolso de los AFR puedan ser en general documentos mercantiles, sin definir las características que éstos deben cumplir, salvo la de que sean endosables. Esto representa un vacío legal, pues según la normativa vigente que regula el Mercado de Valores de Oferta Pública, los valores a emitir para los efectos antes señalados pueden ser títulos de deuda de corto o largo plazo, de los cuales sólo los bonos son representativos de deuda de largo plazo, como lo es la de los AFR. Además, en el caso de emisión de Bonos, la normativa de valores establece como requerimiento que la

empresa que los emite debe ser sometida a clasificación de riesgo, aspecto que tampoco recoge la ley sanitaria para el caso de los AFR.

e. Normativa lleva a desequilibrios

La Ley no estableció condiciones específicas para los pagarés, porque el esquema se basa en que las empresas ofrezcan diferentes opciones de pago de los AFR y que el urbanizador pueda elegir la opción de reembolso que más le convenga.

Sin embargo, la normativa permite que la empresa sanitaria sea la que tiene el derecho privativo de ofrecer la alternativa de reembolso del AFR al urbanizador, no pudiendo éste oponerse, lo que muestra claramente la posición dominante de la sanitaria frente al urbanizador. El resultado es que los prestadores sólo ofrecen una opción: la de pagarés sin liquidez, que, como ya dijimos, pueden recomprar a una fracción del valor par y del valor en el mercado secundario de instrumentos de tasa y plazos similares, pero con mayor liquidez.

Tal es el comportamiento estratégico que realizan algunas de las sanitarias que usan los AFR, sin necesitarlos para financiar obras de inversión, es que la ley contempla una opción de devolución que no genera perjuicio alguno para los urbanizadores ni utilidades sobrenormales para los prestadores: la devolución en acciones. De las cuatro empresas sanitarias requeridas ante el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia por otras materias, dos cumplen con las condiciones que establece el reglamento para ofrecer la opción, pero no lo hacen.

f. La normativa de los AFR no permite distinguir los riesgos de los diferentes emisores.

La tasa de interés que promete pagar un determinado instrumento financiero representa el rendimiento exigido a ese instrumento de acuerdo al riesgo involucrado en la operación. Sin embargo, en el caso de la ley sanitaria, al establecer una tasa de interés única a pagar por los AFR, no distingue entre los diferentes riesgos de emisión asociados a cada una de las empresas sanitarias. Ello lleva a que los precios de venta de los papeles que respaldan estos AFR sean muy distintos dependiendo de que empresa los haya emitido. Sin embargo, en equilibrio competitivo estos precios de venta deberían ser equivalente, si acaso las tasas de retorno ofrecidas por unos y otros fueran diferenciadas, reflejando con ello el verdadero riesgo asociado a cada uno de los instrumentos.

Sin más, basta ver que para las empresas sanitarias que emiten bonos de deuda pública, su clasificación de riesgo no es la misma, y por lo tanto el precio que el mercado le asigna a sus títulos de deuda tampoco es la misma. Obviamente la situación del resto de las empresas sanitarias, que son la gran mayoría, que no emiten deuda pública y, por lo tanto, no se someten a clasificación de riesgo, es aun peor, pues el mercado castiga aun más su precio, o pide un retorno mayor, por la falta de información respecto de la empresa. Estas diferencias de riesgo / retorno no son posibles de reflejar en la tasa de emisión de los AFR que establece la normativa.

Así, la regulación actual de los AFR afecta más a los compradores de viviendas en proyectos inmobiliarios ubicados en una zona de concesión de una empresa sanitaria de alto riesgo, pues las empresas inmobiliarias que reciben títulos de deuda (pagarés) en respaldo de los aportes que éstas han realizado, verán castigados en mayor medida el precio de venta de dichos instrumentos, con las consecuentes pérdidas de eficiencia asociadas.

Para ejemplificar esto, supongamos dos proyectos inmobiliarios equivalentes (A y B), en dos zonas geográficas distintas, que pertenecen a dos zonas de concesión sanitaria distintas. Supongamos también que la oferta inmobiliaria de estos dos proyectos es infinitamente elástica. En este caso, todo aumento de costo a las inmobiliarias o constructoras de estos proyectos será traspasado a mayores precios de venta de las viviendas. Si el proyecto A se encuentra en una zona geográfica en la cual la empresa sanitaria que lo abastece está clasificada de bajo riesgo de inversión, frente a un proyecto B ubicado en una zona de concesión sanitaria cuya empresa es clasificada de alto riesgo, entonces ocurrirá que en el proyecto B los precios de venta de las viviendas serán mayores que en el proyecto A, *ceteris paribus* los otros factores que determinan el valor de una vivienda.

g. Asimetrías de información.

Como ya se mencionó, el uso del mecanismo de los aportes financieros reembolsables es de carácter privativo de la empresa sanitaria a la cual se le ha solicitado servicios de agua potable y alcantarillado. Sin embargo, la existencia de asimetrías de información en este mercado, implica que la empresa sanitaria pueda utilizar estratégicamente el mecanismo de los AFR para otros fines que no sean de inversión en infraestructura.

En el caso de los AFR por extensión, y de acuerdo a lo establecido por la SISS, si la empresa solicitante del servicio o el usuario directo no se encuentra en condiciones de atender el financiamiento vía AFR requerido por la empresa sanitaria, entonces el urbanizador o el cliente solicitante deberá sujetarse al cumplimiento del cronograma establecido en el programa de desarrollo, a menos que la empresa sanitaria obtenga otra forma de financiarlo. En este sentido, claramente hay asimetrías de información respecto de la verdadera disponibilidad de fuentes de financiamiento por parte de la empresa sanitaria: sólo la empresa sanitaria tiene real conocimiento del acceso que ésta tiene a diferentes fuentes de financiamiento, ya sea externo o interno.

En el caso de los AFR por capacidad, existe una fuerte asimetría de información, que incentiva el uso de este mecanismo mucho más allá de las necesidades de financiamiento para inversión en obras de parte algunas de las empresas sanitarias. Ello es así porque el uso de este mecanismo en particular no está asociado a ningún tipo de obra (lo que constituye una falla de la regulación), por lo que pueden ser manipulables por parte de una empresa sanitaria. Así, puede ser que, para atender los nuevos requerimientos de demanda, la empresa sanitaria no deba realizar ninguna inversión extra; de hecho, tienen capacidad ociosa. Es probable que estas inversiones ya hayan

sido realizadas en el pasado por la empresa sanitaria, teniendo en cuenta la no divisibilidad de ciertos costos en que tiene que incurrir para atender a sus clientes actuales (gastos generales, costos de tratamiento, disposición, etc.).

Siendo esto así, la asimetría de información se constituye en un poder de negociación que puede ser utilizado a favor suyo por la empresa sanitaria, desfavoreciendo a nuevos clientes que quieran llevar a cabo un proyecto inmobiliario en el territorio operacional de la empresa sanitaria. Esto resulta contradictorio con el planteamiento básico de la regulación de servicios sanitarios, que reconoce explícitamente el carácter monopólico de las empresas de servicios sanitarios, aspecto que se ve agravado por la forma en que éstas pueden hacer uso de los AFR.

h. “Impuesto” a la demanda de viviendas.

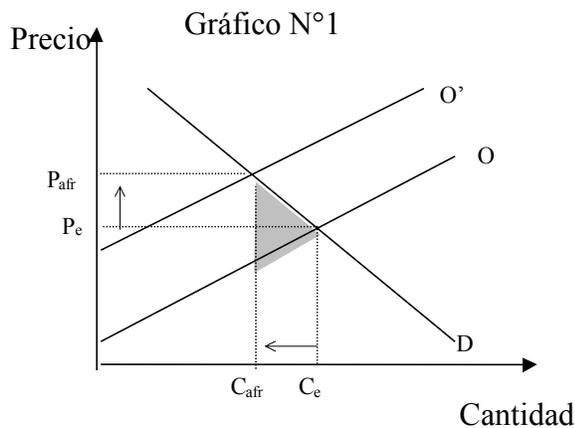
El mecanismo de los AFR puede ser asimilado a un impuesto a los demandantes de vivienda, lo que puede a su vez ser entendido a través del siguiente ejemplo. Supongamos un proyecto inmobiliario en una zona geográfica determinada, el cual requiere conectarse a la red de agua potable y alcantarillado, para lo cual se necesitan nuevas inversiones por parte de la empresa sanitaria a cargo de la concesión en esa zona. Supongamos que para realizar dicha inversión la empresa sanitaria recurre a los AFR. Supongamos además, como caso extremo, que la oferta inmobiliaria es infinitamente elástica, lo que se traduce en que todo aumento de costos del proyecto inmobiliario se traspasa íntegramente a mayores precios de venta de las viviendas.

En un escenario en que la tasas de interés de corto y mediano plazo vigentes se encuentran en un nivel muy bajo, ello se traduce que los retornos que promete pagar a 15 años el pagaré que emite esta empresa sanitaria a cambio de los aportes sea también bajo, pues este retorno está fijado por ley de acuerdo a la rentabilidad de un título de deuda de corto a mediano plazo. Dado esto, la venta de este título de deuda por parte de la empresa inmobiliaria en el mercado secundario se va a traducir en un castigo de su precio de venta por debajo su valor par y, por lo tanto, en una pérdida financiera para la inmobiliaria, lo que a su vez es reflejo de la ganancia financiera que, en el ejemplo, la empresa sanitaria obtiene utilizando este mecanismo. Esta pérdida de recursos para la inmobiliaria se traduce en mayores costos asociados al proyecto, los que serán traspasos a mayores precios de venta y/o menor número de viviendas ofrecidas en el mercado, lo que dependerá de la elasticidad de la demanda y la oferta habitacional, afectándose así el equilibrio competitivo en el mercado inmobiliario y produciéndose una pérdida de eficiencia y bienestar, que en términos gráficos lo señala el “triángulo de pérdida social”.

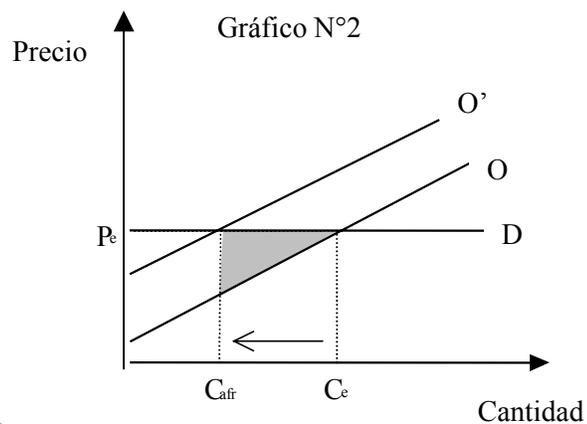
Si la elasticidad de la demanda es menor que infinito y la oferta presenta cierta elasticidad⁶, entonces el mayor costo se trasladará en parte a mayores precios de venta de las viviendas y en parte a una disminución del número de viviendas, produciéndose

⁶ Es muy probable que la oferta no sea completamente inelástica, pues habitualmente la “producción” de viviendas se va realizando por etapas.

una pérdida de eficiencia, equivalente al área ensombrecida del triángulo del gráfico N°1 y con traspaso de excedentes del comprador de viviendas y del urbanizador hacia la sanitaria. Este es el caso que se observa más habitualmente en el mercado inmobiliario privado y el mercado de las viviendas sociales del Decreto Supremo N° 40. Ahora bien, en el caso de las viviendas sociales, fundamentalmente las correspondientes a fondos concursables, donde el precio de venta de la vivienda está fijado por el Estado, el mayor costo llevará a una disminución aun más pronunciada del número de casas vendidas, con un traspaso de excedente que proviene completamente del urbanizador hacia la empresa sanitaria, y donde la pérdida de eficiencia asignativa es equivalente al área ensombrecida del triángulo del gráfico N°2.

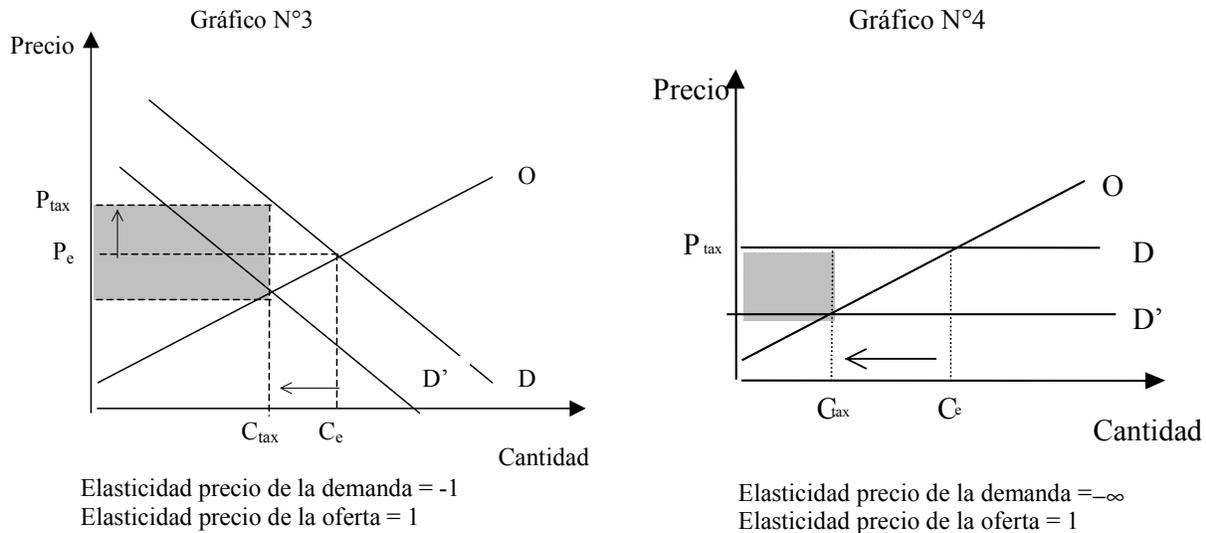


Elasticidad precio de la demanda = -1
Elasticidad precio de la oferta = 1



Elasticidad precio de la demanda = $-\infty$
Elasticidad precio de la oferta = 1

El resultado final de equilibrio es comparable al que resulta de ponerle un impuesto a la compra de viviendas. Este impuesto se traduciría de la misma forma en un mayor precio de venta y/o menor cantidad de viviendas vendidas en el mercado inmobiliario, y la consiguiente pérdida social, el cual se refleja en los gráficos a continuación para los dos casos de elasticidades de demanda antes mencionados.



Como se ve para los dos casos ilustrados, las consecuencias sobre precio y cantidad de viviendas que se terminan vendiendo en el mercado es equivalente al caso de los AFR, y por lo tanto equivalente la pérdida social, o distorsión sobre el equilibrio competitivo.

Destaca de esta comparación entre las consecuencias de los AFR y la imposición de un impuesto a la venta de viviendas sobre el equilibrio del mercado inmobiliario, el que, en el primer caso, además de la pérdida social, se produce en un traspaso de excedentes desde los compradores de vivienda y/o los urbanizadores a la empresa sanitaria, lo cual constituye una ganancia sobre-normal para esta empresa, que tiene el monopolio de sus clientes. En el segundo caso del impuesto a la compra de viviendas, que también se traduce en una pérdida social, el traspaso de excedentes desde los compradores de viviendas y/o los urbanizadores se produce hacia el Estado (áreas ensombrecidas de los gráficos N°s 3 y 4). Esta última situación, que distorsiona el equilibrio competitivo y lleva a pérdidas sociales, podría ser incluso calificada de “menos mala” que la situación donde los excedentes van dar a las sanitarias que aprovechen su poder monopólico.

i. Los propietarios de las nuevas viviendas terminan pagando mas de una vez por la expansión de la infraestructura sanitaria.

La regulación tarifaria a la que están sujetos las empresas del sector supone que los clientes de este monopolio natural pagan en dichas tarifas la inversión en infraestructura sanitaria de una empresa modelo (“empresa eficiente”). Es decir, para cada concesión en particular, sus tarifas están “calibradas” para que paguen la inversión de la infraestructura sanitaria de dicha concesión.

Sin embargo, tal y como opera en la actualidad el mecanismo de los AFR, y que redunda en un mayor costo de provisión de la vivienda, se traduce en mayores precios de venta de los nuevos inmuebles (la proporción de ello dependerá de las elasticidades

de la demanda y oferta inmobiliaria). Los excedentes que de esta forma obtienen algunas sanitarias corresponderían a ganancias sobre-normales que éstas empresas no declaran como aportes de terceros (y, por lo tanto, no son descontados posteriormente de las tarifas sanitarias).

Así, el mayor precio de venta de las viviendas, en relación al precio de equilibrio que existiría sin esta distorsión de los AFR, termina también pagando la infraestructura que ya pagan las tarifas sanitarias, lo que obviamente nunca estuvo ni debiera estar en el espíritu de cualquier legislación sanitaria (a menos que se pensara que los clientes de las sanitarias tienen un poder de negociación mayor que estos monopolios naturales).

En resumen, las características de la regulación que rige en la actualidad para la emisión de los AFR permite que las empresas sanitarias ostenten una posición de dominio (monopólica) frente a las empresas inmobiliarias, que tienen el derecho exclusivo de decidir si financiarse o no utilizando AFR. Además, estas empresas pueden elegir si ofrecer o no otros medios de reembolso diferente de los pagarés, cosa que no hacen, optándose así por la alternativa más perjudicial para los urbanizadores y que a su vez le reporta mayores ganancias financieras a las empresas sanitarias. Así, las empresas inmobiliarias y, finalmente los clientes de ésta, no tienen otra alternativa que realizar los aportes financieros reembolsables. Esta regulación se encuentra obsoleta, y fue dictada en un contexto distinto al actual, en cuanto al acceso a financiamiento por parte de las empresas sanitarias.

4.3 Abuso de posición dominante.

El castigo en el precio de venta de los pagarés que respaldan los AFR en el mercado secundario puede ser explicado básicamente por dos factores: la no correspondencia del plazo de las tasas que la ley les fija (tasa de corto plazo) con la naturaleza de las inversiones que financia (largo plazo); y el uso de un instrumento de deuda de “mala calidad”, en circunstancias que para muchas de las sanitarias existen otros instrumentos de deuda de “mayor calidad”, y por ende de menor pérdida para el urbanizador.

El primero de estos factores se traduce en que, por el sólo hecho que existan diferenciales de tasas para inversiones de largo plazo, en el mercado secundario se castiga el precio de venta de estos pagarés en un determinado porcentaje de su valor par.

El segundo factor determinante del menor precio de recompra, proviene del hecho que el mercado secundario castiga además el precio de venta de estos pagarés por ser éstos de “mala calidad”. Si bien esta situación está influenciada por la ley (que no le fija condiciones a dichos títulos de deuda), algunas sanitarias han abusado de ello, extremando todas las condiciones o características que les permite la ley. Así, el castigo de precio de venta de los pagarés aumenta aún más, situación que ha sido aprovechada por las propias sanitarias para ser ellas mismas las que recompran sus propios pagarés, haciendo una ganancia financiera exorbitante (abusiva) y fuera del giro de su negocio. En general, el precio al que las sanitarias recompran sus pagarés es

superior al precio que estos mismos instrumentos se recompran en el mercado, por la “mala calidad” del instrumento ya mencionada, y dicha transacción se produce justamente porque el urbanizador no tiene otra alternativa mejor que aceptar la pérdida que le ofrece la misma sanitaria.

Además, existiría abuso por parte de las sanitarias, por el hecho que sólo usan un pagaré para financiar los aportes reembolsables, en circunstancias que la ley los faculta para entregar otros medios de reembolso de mayor calidad, tales como las acciones, o bonos de deuda, etc., cosa que las sanitarias no hacen pues no les reporta las utilidades financieras que el uso de los pagarés sí genera.

En el anexo N°1 se presenta un ejercicio financiero ilustrativo de la situación anteriormente descrita. En primer término, se refleja el castigo del mercado sobre el precio de reventa del pagaré, debido a la tasa de carátula que la ley establece que deben tener los AFR (penúltima columna). En segundo término, el ejercicio compara estos precios de recompra teóricos con los precios a los que efectivamente las propias sanitarias recompran los pagarés por aportes reembolsables que ellas mismas han emitido. Esta segunda comparación ilustra el grado de abuso de posición dominante que tienen las sanitarias, toda vez que, como se verá, ellas recompran sus pagarés a un precio menor del que dictaminaría una situación competitiva de mercado, y que se produce justamente por la “mala calidad” de los pagarés.

Este ejercicio sólo toma en cuenta a las empresas sanitarias que tienen bonos emitidos de oferta pública y, por lo tanto, existe una valoración de mercado objetiva de sus instrumentos de financiamiento (por cierto de largo plazo) contra los cuales es posible contrastar el valor de venta de los AFR en el mercado secundario. Para el resto de las sanitarias, que no emiten dichos bonos, no ha sido posible elaborar este ejercicio. En términos generales, el ejercicio simula el precio de recompra teórico de los AFR emitidos por estas empresas en los últimos cuatro años, suponiendo que la única diferencia entre sus bonos de emisión y los pagarés de respaldo de los AFR es la tasa de carátula en cada uno de ellos, y no la calidad de estas fuentes de financiamiento. Para comparar ambos instrumentos financieros, se utilizaron la información pública contenida en la cinta de precios de la Superintendencia de AFP y las tasas de emisión de los AFR determinadas de acuerdo a los parámetros fijados en la ley.

Como se observa en el cuadro a continuación, donde se presentan sólo los resultados del ejercicio en cuestión para el año 2006, el precio teórico de recompra de los pagarés que respaldan los AFR es inferior al 100% de su valor par; pero en ocasiones es superior a dicho precio. Esta última situación se da básicamente porque la estructura de tasas se ha invertido recientemente, observándose que las tasas de interés de corto plazo son superiores a las de largo plazo y, siendo ello así, teóricamente los pagarés de AFR debieran estar recomprándose un valor superior a la par (*ceteris paribus* la “calidad” del pagaré). La situación inversa sucedía en los años anteriores tal como se observa en detalle en el Anexo N°1.

Ahora bien, al comparar el precio teórico de recompra con el precio al cual las sanitarias efectivamente recompran sus propios pagarés (el cuadro está elaborado sólo para

Aguas Andinas), observamos que ese diferencial es sustantivo, y se transforma en una ganancia financiera neta para la empresa sanitaria, lograda en virtud de su posición de dominio y que, para empeorar la situación, no se descuenta posteriormente en la regulación de tarifas.

	TIR de valoración de instrumentos				Tasa AFR	Precio de recompra teórico (Prec)*				Castigo al precio de recompra del pagaré de AGUAS ANDINAS	
	BEMOS	BAGUA	BESSB	BESAL		BEMOS	BAGUA	BESSB	BESAL	Diferencia de tasas (100%-Prec.Teo)	Margen de recompra (mala calidad papel) (PrecBAGUA-76%)
Ene-06	5,2	4,2	5,1	4,4	3,2	74,8%	90,2%	75,8%	83,5%	9,8%	14,2%
Feb-06	5,0	4,1	4,6	4,1	3,3	77,6%	92,2%	82,3%	88,6%	7,8%	16,2%
Mar-06	5,0	4,1	4,4	4,1	3,3	78,4%	92,7%	86,1%	89,8%	7,3%	16,7%
Abr-06	5,1	4,1	4,5	4,3	3,5	79,0%	94,4%	86,6%	88,9%	5,6%	18,4%
May-06	5,1	4,0	4,4	4,2	3,6	80,4%	95,5%	89,3%	90,8%	4,5%	19,5%
Jun-06	5,1	4,2	4,5	4,3	3,7	81,2%	94,7%	88,9%	91,5%	5,3%	18,7%
Jul-06	5,2	4,3	4,7	4,5	3,7	81,3%	94,5%	87,6%	89,9%	5,5%	18,5%
Ago-06	5,1	4,0	4,3	4,3	3,8	83,8%	98,5%	93,6%	93,0%	1,5%	22,5%
Sep-06	4,8	4,0	4,4	4,3	3,9	88,2%	99,2%	94,0%	95,4%	0,8%	23,2%
Oct-06	4,7	4,2	4,4	4,2	4,1	92,2%	99,4%	95,7%	98,4%	0,6%	23,4%
Nov-06	4,4	3,8	4,3	4,0	4,3	98,2%	104,9%	99,9%	104,9%	-4,9%	28,9%
Dic-06	4,3	3,7	4,2	3,8	4,3	100,6%	105,9%	101,2%	107,3%	-5,9%	29,9%
Ene-07	4,3	3,4	4,1	3,9	4,2	98,7%	108,2%	102,0%	105,3%	-8,2%	32,2%
Feb-07	4,4	3,4	4,1	4,0	4,2	97,3%	108,4%	101,7%	102,8%	-8,4%	32,4%

* Se calcula a partir de la información oficial de la cinta de precios de la superintendencia de AFP

Utilizando las cifras y la metodología contenidas en el Anexo N°1, y teniendo en cuenta ejemplos particulares de emisión y recompra de pagarés de AFR, recogidos de información entregada por socios de la Cámara Chilena de la Construcción A.G., es posible cuantificar el ejercicio de poder de mercado para cada uno de ellos, lo que se refleja en las últimas columnas del cuadro que aparece en la página siguiente, cuyo mayor detalle aparece en el Anexo N°2.

GERENCIA DE ESTUDIOS
CAMARA CHILENA DE LA CONSTRUCCION

Nombre proyecto o constructora	Ciudad o Localidad	Sanitaria	Pagare N°	Fecha	Monto AFR (UF)	Monto Recompra (UF)	% recompra sobre valor par	Precio teorico	Diferencia de tasas (100%-Prec.Teo.)	Pérdida por diferencial tasas (UF)	Abuso posición dominio (en % del valor par)	Abuso posición dominio (en UF)
Condominio Palermo (Ingenieria y Construccion Croval)	Talcahuano	ESSBIO	680	15-Jun-06	1.318,2	659,1	50,0%	88,9%	11,1%	146	38,9%	513
Portal Oriente II (Inmobiliaria Paumar)	Chiguayante	ESSBIO	752	20-Sep-06	3.299,2	1.649,6	50,0%	94,0%	6,0%	198	44,0%	1.452
Constructora Jose Miguel García	Santa Barbara	ESSBIO	523	09-Dic-05	1.664,5	1.081,9	65,0%	72,9%	27,1%	450	7,9%	132
Constructora Jose Miguel García (*)	Yungay	ESSBIO	409	16-Ago-05	6.526,1	6.297,1	65,0%	82,9%	17,1%	1.660	17,9%	1.731
Constructora Jose Miguel García (*)	Hualqui	ESSBIO	410	17-Ago-05	3.161,7							
Constructora Jose Miguel García	Santa Barbara	ESSBIO	423	22-Ago-05	1.710,1	1.111,5	65,0%	82,9%	17,1%	293	17,9%	306
Inmobiliaria San Pedro II	San Pedro	ESSBIO	377	23-Jun-05	4.120,0	2.672,1	64,9%	76,8%	23,2%	956	11,9%	492
Inmobiliaria San Pedro II	San Pedro	ESSBIO	556	30-Dic-05	1.436,5	993,7	69,2%	67,5%	32,5%	467	-1,7%	24
El Remanso	Machali	ESSBIO	661	31-May-06	1.502,3	751,2	50,0%	88,7%	11,3%	170	38,7%	582
El Remanso	San Fernando	ESSBIO	682	27-Jun-06	674,5	337,2	50,0%	88,9%	11,1%	75	38,9%	262
Villa Piedra Azul (Inmobiliaria Plaza Molina)	Molina	ANSM	64	19-Nov-04	290,5	188,8	65,0%	64,0%	36,0%	105	-1,0%	3
Inmobiliaria Cerutti		ANSM	207	19-Dic-05	1.035,6	673,2	65,0%	80,8%	19,2%	198	15,8%	164
Inmobiliaria Cerutti		ANSM	122	04-May-05	743,3	483,2	65,0%	69,9%	30,1%	224	4,9%	36
Constructora Bio Bio		Aguas A	853	08-Ene-04	3.189,7	2.392,3	75,0%	86,1%	13,9%	443	11,1%	354
Constructora Bio Bio	Puente Alto	Aguas A	943	31-May-04	7.334,2	5.607,9	76,5%	95,6%	4,4%	320	19,2%	1.406
Paulonia Oriente	Ñuñoa	Aguas A	1208	12-May-05	1.618,2	1.236,2	76,4%	91,5%	8,5%	137	15,1%	245
Constructora Bio Bio	Puente Alto	Aguas A	1502	08-May-06	4.032,4	3.088,2	76,6%	95,9%	4,1%	164	19,4%	781
Constructora Bio Bio	Pudahuel	Aguas A	931	11-May-04	452,2	345,8	76,5%	95,6%	4,4%	20	19,2%	87

Fuente: Elaboración propia en base a información SAFF, Banco Central e información recabada de socios de la CChC.

(*) estos dos pagares fueron reembolsados de manera conjunta por ESSBIO

En este cuadro, la suma de la antepenúltima y de la última columna corresponden al monto total de pérdida por el valor de recompra el AFR, el cual corresponde en su totalidad a un traspaso de excedentes del comprador de vivienda y/o del urbanizador (dependiendo de las elasticidades de la oferta y demanda por viviendas) hacia la empresa sanitaria, lo cual corresponde a una mera ganancia financiera, lo que constituye una ganancia extra normal, por tratarse éste de un monopolio natural regulado, pues dichas ganancias no se descuentan posteriormente de las tarifas reguladas.

Las cifras presentadas en el cuadro anterior tienen un carácter más bien casuístico, pero existe información agregada que da cuenta de estas ganancias a nivel global para cada una de las empresas sanitarias, tanto de las requeridas ante el TDLC, como de otras también. Sin embargo, aquí se expone sólo el caso de las ganancias por recompra de AFRs que han obtenido las empresas sanitarias requeridas en los últimos cuatro años. No obstante, la información contenidas en los Estados Financieros de las empresas sanitarias no es para todas por igual en su clasificación, y en algunas aparecen las cifras de manera más explícita.

En el caso de Aguas Andinas, la emisión de AFR en cada año corresponde a la glosa “otras fuentes de financiamiento” (5.41.12.30) mientras que la recompra de los mismos corresponde a la glosa “otros desembolsos por financiamiento” (5.41.12.75).⁷

AGUAS ANDINAS
Utilidad por recompra de AFR (cifras en UF)

	2003	2004	2005	2006
Otras Fuentes de Financiamiento (emisión AFR)	530.182	834.724	704.866	735.227
Desembolsoso por financiamiento (recompra AFR)	- 252.985	- 493.530	- 469.440	- 392.460
% recompra	47,7%	59,1%	66,6%	53,4%
Utilidad por recompra AFR	277.197	341.194	235.426	342.767

Fuente: Elaboración a partir FECU, SVS.

En el caso de Essbio, la utilidad por recompra de pagarés de aportes financieros reembolsables, que se clasifican como otros ingresos fuera de explotación, aparece explícitamente en la Nota 25 de sus Estados Financieros.

ESSBIO
Utilidad por recompra de AFR (cifras en UF)

	2005	2006
Utilidad por recompra AFR (Nota 25)	47.316	28.189

Fuente: FECU, SVS.

En el caso de Aguas Nuevo Sur Maule sucede algo similar a Essbio, y las utilidades por recompra de pagares de aportes financieros reembolsables aparecen explícitamente en la Nota 27 de sus Estados Financieros.

⁷ Las cifras en la FECUS y en las notas de los estados financieros de las empresas sanitarias aparecen en miles de pesos, pero son transformados a UF en los cuadros de acuerdo al valor de la unidad de fomento del último día de cada año.

ANSM
Utilidad por recompra de AFR (cifras en UF)

	2005	2006
Utilidad por recompra de AFR (Nota N°27)	11.034	1.076

Fuente: FECU, SVS.

Por último, en el caso de Essal, no se constató recompra de AFR en el período.

Si tomamos las cifras de las utilidades percibidas por estas empresas por concepto de recompra de AFR en el año 2005 y 2006, y las comparamos con sus utilidades operacionales (propias de su negocio regulado), observamos que el porcentaje que representan las utilidades financieras por recompra de los AFR no es para nada despreciable, tal como lo indica el cuadro a continuación.

Utilidad por recompra AFR / Resultado Operacional

	2005	2006
Aguas Andinas	4,8%	6,6%
ANSM	3,5%	0,3%
ESSBIO	s/i	5,7%

Fuente: Elaboración en base a FECU, SVS.

Estas ganancias financieras no despreciables constituyen una ganancia sobre normal para estas empresas sanitarias que son monopolios naturales que, en la actual regulación son permitidas en desmedro de los usuarios.

ANEXO N°1

GERENCIA DE ESTUDIOS
CAMARA CHILENA DE LA CONSTRUCCION

	TIR de valoración de instrumentos					Precio de recompra teórico (Prec)*				Castigo al precio de recompra del pagaré de AGUAS ANDINAS	
	BEMOS	BAGUA	BESSB	BESAL	Tasa AFR	BEMOS	BAGUA	BESSB	BESAL	Diferencia de tasas (100%-Prec)	Margen de recompra (mala calidad papel) (PrecBAGUA-75%)
Jul-03	5,6	4,6	5,8	6,3	2,7	66,1%	75,6%	64,2%	59,7%	24,4%	0,6%
Ago-03	5,5	4,4	5,7	6,2	2,7	66,4%	78,3%	64,5%	60,3%	21,7%	3,3%
Sep-03	5,7	4,2	5,3	6,3	2,7	64,9%	80,5%	68,8%	59,5%	19,5%	5,5%
Oct-03	5,6	4,1	5,9	6,7	2,7	65,9%	80,9%	62,8%	56,4%	19,1%	5,9%
Nov-03	5,5	4,1	5,7	6,5	2,7	67,0%	81,8%	65,4%	58,4%	18,2%	6,8%
Dic-03	5,5	4,1	5,7	6,5	2,8	68,3%	83,3%	66,6%	59,5%	16,7%	8,3%
Ene-04	6,1	4,5	5,8	6,6	2,9	63,6%	80,0%	65,5%	58,6%	20,0%	5,0%
Feb-04	5,6	4,4	5,5	6,3	2,9	67,7%	81,0%	69,2%	61,8%	19,0%	6,0%
Mar-04	5,3	4,0	5,2	6,2	3,0	71,2%	86,0%	72,8%	62,9%	14,0%	11,0%
Abr-04	5,2	3,4	5,1	6,1	3,0	72,8%	93,7%	73,7%	64,2%	6,3%	18,7%
May-04	4,9	3,4	5,3	6,1	2,9	75,6%	93,6%	71,2%	63,3%	6,4%	18,6%
Jun-04	4,7	3,5	4,8	6,0	2,8	76,2%	90,2%	74,9%	62,8%	9,8%	15,2%
Jul-04	4,9	3,5	5,2	5,6	2,6	71,5%	87,8%	68,6%	65,1%	12,2%	12,8%
Ago-04	4,8	3,0	4,7	5,7	2,6	72,9%	94,2%	73,4%	63,6%	5,8%	19,2%
Sep-04	4,7	2,9	4,5	5,4	2,5	73,0%	94,5%	74,9%	65,6%	5,5%	19,5%
Oct-04	4,6	3,9	4,9	5,7	2,5	74,0%	81,8%	70,1%	62,9%	18,2%	6,8%
Nov-04	3,5	3,0	4,5	5,6	2,5	85,7%	92,2%	74,2%	63,8%	7,8%	17,2%
Dic-04	4,4	3,8	4,7	5,4	2,4	74,2%	81,4%	70,8%	64,7%	18,6%	6,4%
Ene-05	4,7	3,7	5,0	5,6	2,3	70,9%	81,5%	67,5%	62,4%	18,5%	6,5%
Feb-05	4,3	3,9	4,6	5,4	2,3	75,4%	79,7%	72,1%	64,3%	20,3%	4,7%
Mar-05	4,1	3,9	4,4	5,2	2,3	77,2%	80,2%	73,8%	65,8%	19,8%	5,2%
Abr-05	4,3	3,5	4,2	5,2	2,4	76,2%	85,0%	76,3%	66,6%	15,0%	10,0%
May-05	4,9	3,4	4,0	5,0	2,5	70,6%	88,2%	80,1%	69,8%	11,8%	13,2%
Jun-05	4,9	3,7	4,3	4,8	2,6	72,0%	85,7%	77,6%	72,2%	14,3%	10,7%
Jul-05	4,9	4,0	4,3	4,7	2,7	73,3%	82,9%	79,8%	75,2%	17,1%	7,9%
Ago-05	4,7	3,6	4,1	4,5	2,8	75,2%	88,9%	82,5%	77,9%	11,1%	13,9%
Sep-05	4,7	3,8	4,1	4,5	2,8	75,7%	86,9%	83,1%	78,4%	13,1%	11,9%
Oct-05	4,9	4,2	4,1	3,6	2,8	74,3%	82,6%	83,3%	89,2%	17,4%	7,6%
Nov-05	5,2	4,3	5,3	4,5	2,9	71,2%	81,3%	70,1%	79,1%	18,7%	6,3%
Dic-05	5,2	4,7	5,2	4,5	3,0	73,0%	78,6%	72,9%	81,3%	21,4%	3,6%
Ene-06	5,2	4,2	5,1	4,4	3,2	74,8%	85,7%	75,8%	83,5%	14,3%	10,7%
Feb-06	5,0	4,1	4,6	4,1	3,3	77,6%	88,5%	82,3%	88,6%	11,5%	13,5%
Mar-06	5,0	4,1	4,4	4,1	3,3	78,4%	89,2%	86,1%	89,8%	10,8%	14,2%
Abr-06	5,1	4,1	4,5	4,3	3,5	79,0%	91,7%	86,6%	88,9%	8,3%	16,7%
May-06	5,1	4,0	4,4	4,2	3,6	80,4%	93,3%	89,3%	90,8%	6,7%	18,3%
Jun-06	5,1	4,2	4,5	4,3	3,7	81,2%	92,2%	88,9%	91,5%	7,8%	17,2%
Jul-06	5,2	4,3	4,7	4,5	3,7	81,3%	91,9%	87,6%	89,9%	8,1%	16,9%
Ago-06	5,1	4,0	4,3	4,3	3,8	83,8%	97,8%	93,6%	93,0%	2,2%	22,8%
Sep-06	4,8	4,0	4,4	4,3	3,9	88,2%	98,7%	94,0%	95,4%	1,3%	23,7%
Oct-06	4,7	4,2	4,4	4,2	4,1	92,2%	99,1%	95,7%	98,4%	0,9%	24,1%
Nov-06	4,4	3,8	4,3	4,0	4,3	98,2%	107,4%	99,9%	104,9%	-7,4%	32,4%
Dic-06	4,3	3,7	4,2	3,8	4,3	100,6%	109,0%	101,2%	107,3%	-9,0%	34,0%
Ene-07	4,3	3,4	4,1	3,9	4,2	98,7%	112,6%	102,0%	105,3%	-12,6%	37,6%
Feb-07	4,4	3,4	4,1	4,0	4,2	97,3%	112,8%	101,7%	102,8%	-12,8%	37,8%

* Se calcula a partir de la información oficial de la cinta de precios de la superintendencia de AFP