

Feller-Rate

CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

**AUTOPISTA DEL MAIPO
SOCIEDAD CONCESIONARIA S.A.**

Julio 2006

www.feller-rate.com

Los informes de clasificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.



CLASIFICADORA DE RIESGO

AUTOPISTA DEL MAIPO SOCIEDAD CONCESIONARIA S.A.

LÍNEA DE BONOS	AAA
PERSPECTIVAS	Estables

Contacto: Manuel Acuña G.. Fono: (56 2) 7570445

Clasificaciones

	Julio 2004	Junio 2005	Junio 2006
Línea de Bonos (incluye Serie A)	AAA	AAA	AAA

CARACTERISTICAS DE LA EMISION

Títulos: Bonos para Financiamiento de Infraestructura
Emisor: Autopista del Maipo Sociedad Concesionaria S.A.
Monto de la Línea de Bonos: UF 15.000.000
Emisión con cargo a la Línea: Bonos Serie A
Plazo de la Línea de Bonos: Expira el 31.12.2034
Garantía financiera: Póliza de Seguro de los Bonos UF
Garante: MBIA Insurance Corporation (MBIA)
Representante de tenedores de bonos: Banco de Chile
Banco pagador: Citibank N.A., Agencia en Chile

FUNDAMENTACION

La clasificación AAA asignada a la línea de bonos de Autopista del Maipo obedece a que el pago oportuno de las emisiones de deuda con cargo a dicha línea de títulos está garantizado, de manera incondicional e irrevocable, por MBIA Insurance Corporation (MBIA). Tras la suscripción de la "póliza de seguro de los bonos UF" con que cuentan los bonos Serie A, de acuerdo al "contrato de seguro y reembolso", el riesgo relevante se concentra en la capacidad de pago de MBIA, clasificado "AAA/Estable" en escala global por Standard & Poor's.

Las actividades de la concesionaria consisten en la ejecución, reparación, mantenimiento, explotación y operación de la obra pública fiscal denominada "Ruta 5 Tramo Santiago-Talca y Acceso Sur a Santiago". El proyecto consiste básicamente en 265 Kms. de obras viales, que incluyen la incorporación de importantes mejoras en la Ruta 5 Sur entre los Kms. 29 y 219 (el tramo Río Maipo-Talca) para transformarla en una carretera con altos estándares de calidad; la construcción de un By Pass en Rancagua entre los Kms. 67 y 95 de la Ruta 5 Sur; y la construcción de un nuevo acceso sur a Santiago de 47 Kms. Este último se extenderá desde Av. Américo Vesputio hasta el sector de Angostura y permitirá disminuir considerablemente los actuales tiempos de traslado.

De acuerdo con lo que originalmente contemplaba el contrato de concesión, los derechos de concesión se extendían por 25 años, durante el período 1999-2024. En

noviembre de 2003 se legalizó, mediante un convenio complementario, la incorporación de un Mecanismo de Distribución de Ingresos (MDI) a la concesión. El MDI asegura un total de ingresos durante la vida del proyecto, equivalentes a un valor presente de UF 30,4 millones. Estos ingresos asegurados representan un crecimiento de 5% anual en el tráfico durante el período 2003-2024. Con esto, el plazo de la concesión pasó a ser variable, de manera que su duración se extenderá hasta la fecha en que la empresa concesionaria acumule ingresos en valor actual iguales al monto del seguro antes mencionado. Como parte del convenio de MDI, el concesionario está facultado para aumentar las tarifas de peajes (con incrementos reales por encima de la inflación), como compensación a una desfavorable evolución del tráfico por debajo del nivel de ingresos asegurados.

En la Ruta 5 las obras se encuentran terminadas y la concesionaria obtuvo su Puesta en Servicio Definitiva en diciembre de 2004. Con respecto al nuevo Acceso Sur a Santiago, el nivel de avance total de esas obras ha sido afectado por dificultades asociadas al proceso de expropiación de un pequeño tramo urbano, que retrasará el inicio de la operación (planificado inicialmente para 2007); sin embargo, dada la baja participación de este tramo en los ingresos esperados, el esquema de MDI y que las expropiaciones son responsabilidad del MOP, el efecto de dicha situación en la posición de caja no debiera ser significativa. La complejidad de las obras en construcción es relativamente baja y se han tomado resguardos contractuales que protegen a la sociedad concesionaria en la etapa de construcción, traspasando riesgos de sobrecostos y sobreplazos a la constructora.

El proyecto es propiedad de Cintra España, que además participa como patrocinador. La empresa posee una favorable experiencia y una amplia cartera de concesiones de proyectos de infraestructura a nivel mundial. Cintra España forma parte de Ferrovial, que es uno de los grupos constructores más grandes de España y se encuentra entre los más importantes de Europa.

La estructura de financiamiento contempla el apoyo de Cintra a través del compromiso de garantías de finalización del proyecto y de patrimonio contingente por UF 3,5 millones.

AUTOPISTA DEL MAIPO

HECHOS RELEVANTES

- *Puesta en Servicio Definitiva (PSD) de las obras en la Ruta 5.* En diciembre 2004, la concesionaria obtuvo la PSD de las obras correspondientes a la carretera Santiago-Talca en la Ruta 5 Sur (incluyendo By-Pass de Rancagua), tramos que representan más del 90% de los ingresos esperados del proyecto. Esto mitiga significativamente los riesgos de construcción del proyecto, que se reducen a los asociados a las obras del nuevo “Acceso Sur” a Santiago (riesgos que sin embargo poseen adecuados mecanismos de mitigación: contrato de construcción a suma alzada, garantías de finalización de sponsors y estructura de seguros que cubre eventos catastróficos).
- *Estado de avance de las obras “Acceso Sur a Santiago”.* A marzo de 2006, las obras de construcción del nuevo acceso sur a Santiago presentaban un avance global de un 70%. Las obras presentan un nivel de atraso significativo solamente en un tramo del orden de 1,5 Kms. de un total de 47 Kms. (túnel soterrado entre las calles La Serena y San Gregorio), producto de dificultades en el proceso de expropiación de los terrenos necesarios. Sin embargo, el proceso de expropiación es responsabilidad del MOP, quien deberá asumir eventuales sobrecostos relacionados a dicho proceso y establecer un mecanismo de compensación en caso de eventuales modificaciones al proyecto de construcción original que afecten sus costos o plazos presupuestados. La concesionaria estima que, pese a que las dificultades corresponden a un tramo menor, el plazo de finalización de estas obras en su totalidad (Acceso Sur a Santiago) y el inicio de su operación se verán retrasados, que dependerá de los plazos y características de la solución definitiva que defina el MOP. En el escenario actual, dado la baja importancia relativa de esta obra en los ingresos esperados totales de la concesión y las condiciones del MDI, no se espera que el mencionado retraso produzca un efecto muy significativo en la posición de caja de la concesionaria.
- *Contrato de cobertura cambiaria para deuda emitida en dólares.* En mayo de 2005 la concesionaria firmó un contrato de cobertura “cross currency swap” del cambio Dólar-UF con el Instituto de Crédito Oficial (institución española clasificada “AAA” por Standard & Poor’s en escala global) y puso término al mecanismo de cobertura acordado con el MOP mediante un acuerdo complementario de fecha diciembre de 2000. Ello, con el propósito de reducir el riesgo cambiario que genera la emisión de bonos vigentes en dólares del tipo 144-A. El nuevo contrato (asegurado por MBIA) le permitió fijar el nivel de relación cambiaria, lo que elimina la exposición de la deuda a variaciones en la relación UF/US\$ y significó una importante disminución de la tasa de interés neta efectiva de dicha deuda. Con todo lo anterior, desde una perspectiva autosostenida, la posición de caja del proyecto se ha fortalecido, producto de una estructura de largo plazo con menores gastos financieros netos.

GARANTÍAS DE LA EMISIÓN

Garantía financiera

La emisión de bonos con cargo a la línea de títulos cuenta con el respaldo de una garantía financiera entregada por MBIA Insurance Corporation.

AUTOPISTA DEL MAIPO

La garantía de MBIA asegura de manera irrevocable e incondicional el completo pago de principal e intereses de cada uno de los pagos programados en la emisión de bonos.

Los pagos programados son aquellos incluidos en las tablas de desarrollo del contrato de emisión de bonos y sus escrituras complementarias. Ellos no incluyen pagos acelerados por insolvencia del emisor, ocurrencia de eventos de incumplimiento o cualquier otra circunstancia de pre-pago. En estos casos, la compañía de seguros cubrirá el saldo de deuda por cancelar de acuerdo con el calendario de pago original de los bonos.

MBIA es una compañía con amplia experiencia internacional en garantías financieras, principalmente dedicada a asegurar deuda pública y financiamientos estructurados. Está clasificada por Standard & Poor's en "AAA/Estable", sobre la base de sus adecuadas políticas de administración de riesgos y su fuerte posición de capital.

La garantía financiera otorgada a los Bonos Serie A entró en vigencia a partir de la suscripción y entrega de la póliza de seguro de los bonos por MBIA en la fecha de cierre, según se establece en el contrato de emisión de bonos. La póliza de seguro de los bonos fue emitida de acuerdo con los términos y condiciones de un contrato de seguro y reembolso acordado entre MBIA y Autopista del Maipo. No obstante, las eventuales modificaciones que se realicen al contrato de seguro y reembolso no afectarán el carácter incondicional e irrevocable de la póliza de seguro de los bonos, la cual permanecerá vigente de acuerdo con sus propios términos y los establecidos en el contrato de emisión de bonos.

La póliza de seguro es regulada por las leyes del Estado de Nueva York, EE.UU. El contrato de emisión establece como opera la cobertura de las garantías entregadas en favor de los tenedores de bonos frente a los pagos comprometidos y ante un eventual vencimiento anticipado de las obligaciones.

Prendas

El pago de capital e intereses de los bonos emitidos con cargo a la línea de títulos cuenta con las siguientes garantías en favor de los Tenedores de Bonos UF:

- Prenda especial de obra pública fiscal de segundo grado sobre la concesión. Esta prenda incluye:

- El derecho de concesión de obra pública establecida en el contrato de concesión.
- Todo pago comprometido por el Fisco al emisor.
- Todo otro ingreso del emisor.
- Las indemnizaciones a que tuviera derecho el emisor por la eventual expropiación de los bienes y derechos mencionados en los tres puntos anteriores.

- Prenda comercial sobre los dineros que reciba el emisor y que se encuentren depositados en ciertas cuentas especiales.

La prenda de concesión para la deuda está subordinada a la prenda de primer grado otorgada en favor del asegurador (MBIA) y es compartida entre los tenedores de bonos denominados en UF, los tenedores de bonos denominados en US\$ (deuda vigente de Autopista del Maipo producto de la emisión y colocación de bonos en EE.UU. bajo la regla 144-A) y los acreedores de cualquier otro endeudamiento prefe-

AUTOPISTA DEL MAIPO

rente en que incurra el emisor, según definiciones establecidas en el contrato de emisión de bonos. Asimismo, cada prenda sobre dinero será compartida entre el asegurador, los tenedores de bonos en UF, los tenedores de bonos en US\$ y los acreedores de cualquier otro endeudamiento preferente en que incurra el emisor.

FORTALEZAS Y RIESGOS DEL PROYECTO AUTOSOSTENIDO

Un análisis autosostenido incorpora exclusivamente las fortalezas y riesgos del proyecto y su estructura de financiamiento, sin considerar el respaldo crediticio que provee la suscripción de la póliza de seguro de los bonos.

La información básica utilizada en la evaluación es la siguiente: (a) contrato de emisión de bonos por línea de títulos; (b) modelo financiero diseñado por el emisor; (c) estructura financiera y documentación legal.

Debido a que los factores de riesgo que enfrenta la concesión están cubiertos por la póliza de garantía de los bonos suscrita por MBIA, dichos riesgos no son relevantes para la clasificación de la línea de bonos. No obstante, a continuación se presentan importantes aspectos del proyecto desde una perspectiva autosostenida.

Fortalezas

- *Compromiso del gobierno con el programa de concesiones.* El programa de concesiones está fuertemente respaldado por el Estado y el marco legal presenta garantías suficientes.
- *Riesgos de construcción acotados.* La complejidad de las obras de construcción es relativamente baja y el proceso de expropiación y los trabajos a realizar presentan adecuados grados de avance. Adicionalmente, se han tomado resguardos contractuales que protegen a la sociedad concesionaria, traspasando riesgos de sobrecostos, sobreplazos o incumplimientos a la empresa constructora.
- *Historial de disposición a pagar peajes, estadísticas de tráfico y expertos consultores.* Las proyecciones de tráfico y la estimación de costos y plazos del proyecto se realizaron con la asistencia de expertos consultores independientes, con amplia experiencia internacional. Además, debido a que la Ruta 5 es una vía existente con anterioridad a la concesión, cuenta con una importante historia de medición de tráfico, y el pago de peajes por uso de carreteras ha sido una costumbre en Chile.
- *Incorporación de un seguro de tráfico.* La concesión incorporó, mediante un acuerdo con el MOP denominado Mecanismo de Distribución de Ingresos (MDI), un seguro de tráfico que garantiza la obtención de un ingreso total durante la vida de la concesión (a partir de 2003), cuyo valor presente alcanza a aproximadamente UF 30,4 millones (descontados a una tasa de 9,5% anual). Con ello, la concesión pasó a tener un plazo variable, hasta que el nivel de tráfico acumulado permita alcanzar los ingresos mencionados anteriormente. El seguro MDI representa un crecimiento de 5% anual en los ingresos (tráfico equivalente) durante el período 2003-2024. Si la extensión de la concesión supera el plazo original (año 2024), a partir de esa fecha para el MDI se contabilizarán los ingresos netos de una estructura de costos operacionales preestablecida en el acuerdo.
- *Facultad para aumentar tarifas.* Como parte del acuerdo complementario que incorporó el MDI, la empresa concesionaria está facultada para subir tarifas por encima del reajuste aplicable por el factor de inflación. La aplicación de incrementos tarifarios está sujeto al cumplimiento de ciertos requisitos (Ej: con tope máximo de

AUTOPISTA DEL MAIPO

aumentos en las tarifas), incluyendo como condición que la evolución de los tráficos esté por debajo de lo asegurado en el convenio del MDI.

- *Uso de medidas de protección adicionales, incluyendo cuentas de reserva de fondos para respaldar el pago de los bonos y limitaciones al retiro de excedentes de caja.* La empresa concesionaria deberá mantener una cuenta de reserva (en efectivo o con respaldo de liquidez) mínima de UF 600 mil. Además, los accionistas de la empresa no podrán retirar fondos antes de que toda la deuda financiera del proyecto sea cancelada.
- *Soporte del "Sponsor".* Cintra, y su matriz Ferrovial, son empresas con amplia experiencia internacional y local, participando como inversionistas en proyectos de infraestructura y también en la operación de concesiones. La estructura de financiamiento contempla el apoyo de Cintra a través del compromiso de garantías de finalización del proyecto y de patrimonio contingente por UF 3,5 millones.

Riesgos

- *Tráfico vehicular inferior a los niveles proyectados.* En el futuro, el tráfico real de vehículos por la Autopista del Maipo podría no alcanzar los niveles estimados en los estudios de proyección de tráfico, afectando el perfil de los ingresos del proyecto. Se observa que las proyecciones de tráfico son principalmente sensibles a la evolución del producto Interno Bruto del país (PIB). Asimismo, otro factor relativamente importante es el precio de los combustibles. No obstante, se estima que ante escenarios de tráfico razonablemente deteriorados respecto de la proyección base del estudio de tráfico, los flujos netos esperados de la operación podrían cubrir el pago de la deuda durante el plazo relevante. Cabe mencionar que el MDI permite mitigar el riesgo de tráfico a nivel agregado para la vida total del proyecto, compensando una desfavorable evolución del tráfico con una extensión del plazo de la concesión
- *Futuras necesidades de refinanciamiento.* La concesionaria podría necesitar la obtención de nuevos financiamientos (adicionales al destinado a las obras de construcción en curso) para cubrir déficit de caja y vencimientos de deuda, debido a una potencial insuficiencia de los fondos generados por la operación, principalmente ante desfavorables escenarios de tráfico. Para obtener recursos que cubran eventuales necesidades de caja, la empresa concesionaria requiere de un adecuado acceso a los mercados financieros. Esta dependencia se ve reducida por las condiciones del MDI y por el soporte del patrocinador del proyecto. Ante bajos niveles de tráfico que afecten los ingresos del proyecto, la concesionaria podría contrarrestar esta situación obteniendo nuevos financiamientos sobre la base de los flujos futuros asegurados por el MDI; incrementando eficazmente las tarifas de cobro de peajes para recaudar mayores ingresos; y/o incorporando capital contingente aportado por el patrocinador. Cabe destacar que MBIA se ha comprometido con la empresa concesionaria para asegurar la deuda correspondiente a nuevos financiamientos, siempre que sus vencimientos no superen el 2034 y el endeudamiento total no sobrepase niveles máximos establecidos por la aseguradora. Este acuerdo de garantía fortalece significativamente la capacidad de refinanciamiento del proyecto.
- *Dificultades en el proceso de expropiación de los terrenos necesarios para realizar las obras de construcción, que podrían generar atrasos en el programa de construcción.* Las expropiaciones requeridas por la Autopista de Maipo poseen un alto grado de avance. A la fecha, se ha expropiado el 100% de la superficie necesaria para efectuar los trabajos de la concesionaria en la Ruta 5 Sur y el 99% en el Acceso Sur a Santiago. Ade-

AUTOPISTA DEL MAIPO

más, cualquier sobrecosto generado en el proceso de expropiación, por encima del máximo valor presupuestado para la concesión, debe ser asumido íntegramente por el Ministerio de Obras Públicas (MOP).

- *Desarrollo de alternativas competitivas.* Actualmente no existe una vía que constituya una adecuada alternativa a la Ruta 5 (entre Santiago y Talca) y que permita a los conductores de vehículos evitar el uso de Autopista del Maipo. En el caso del nuevo acceso sur a Santiago, este enfrentará la competencia de vías alternativas en su zona de influencia. No obstante, debido a que el tráfico en la Ruta 5 Sur representa más del 90% de los ingresos esperados de la concesión, dicha competencia tiene baja influencia relativa sobre el proyecto global. Con respecto a la disponibilidad de servicios de transporte de pasajeros y carga, estos no constituyen alternativas competitivas que pudieran afectar significativamente los ingresos esperados de la concesión.

DESCRIPCIÓN DEL PROYECTO

Las actividades de Autopista del Maipo consisten en la ejecución, reparación, conservación, mantenimiento, explotación y operación de la obra pública fiscal denominada "Ruta 5 Tramo Santiago-Talca y Acceso Sur a Santiago".

El proyecto consiste básicamente en 265 Kms. de obras viales, que incluyen la incorporación de importantes mejoras en la Ruta 5 Sur entre los Kms. 29 y 219 (aproximadamente el tramo Río Maipo-Talca) para transformarla en una carretera con altos estándares de calidad; la construcción de un By Pass en Rancagua entre los Kms. 67 y 95 de la Ruta 5 Sur; y la construcción de un nuevo acceso sur a Santiago de 47 Kms. Este último se extenderá desde Av. Américo Vespucio hasta el sector de Angostura y permitirá disminuir considerablemente los actuales tiempos de traslado.

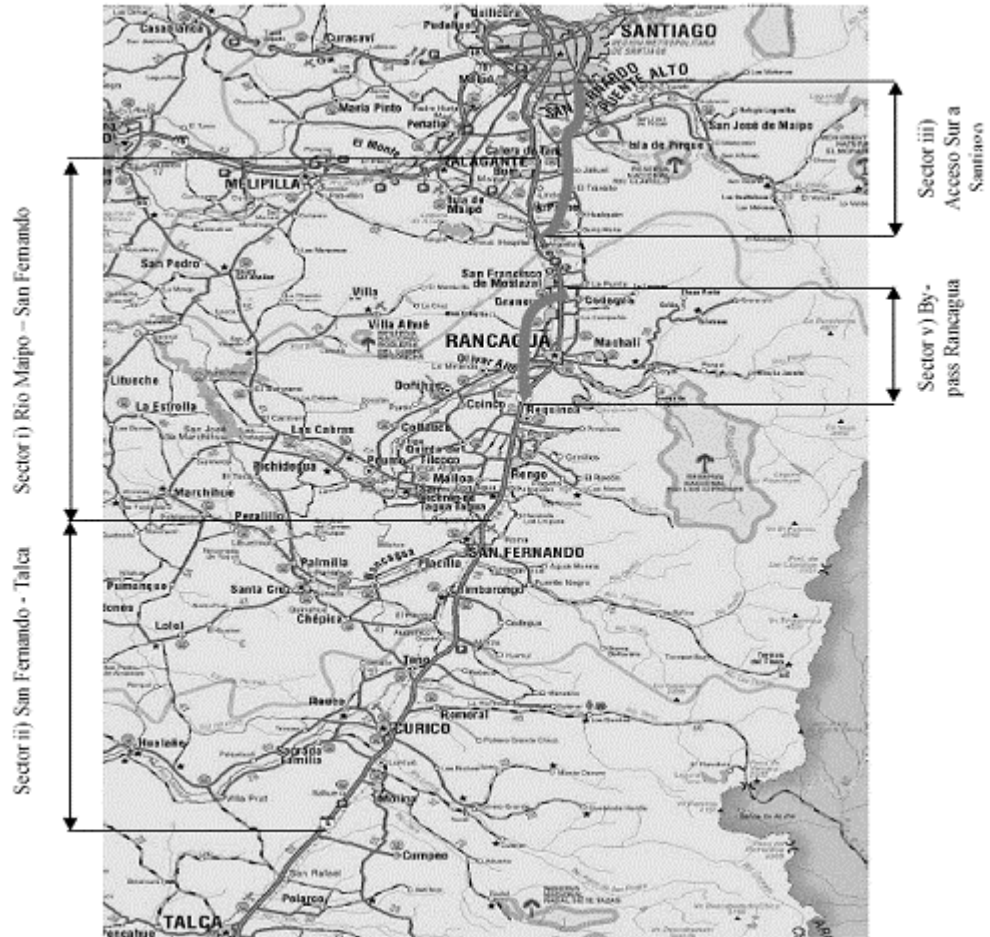
De acuerdo con lo que originalmente contemplaba el contrato de concesión, los derechos de concesión se extendían por 25 años, durante el período 1999-2024. No obstante lo anterior, en noviembre de 2003 se legalizó, mediante un convenio complementario, la incorporación de un Mecanismo de Distribución de Ingresos (MDI) a la concesión. El MDI asegura un total de ingresos por cobros de peajes durante la vida del proyecto, equivalentes a un valor presente de UF 30,4 millones, actualizados a una tasa de 9,5% anual. Estos ingresos asegurados representan un crecimiento de 5% anual en el tráfico durante el período 2003-2024. Con esto, el plazo de la concesión pasa a ser variable, de manera que su duración se extenderá hasta la fecha en que la empresa concesionaria acumule en valor actual el monto asegurado de ingresos antes mencionado.

El costo del seguro de MDI consiste en realizar inversiones adicionales por UF 2,4 millones, que corresponderán básicamente a la construcción de un sistema de colectores de aguas lluvia para la zona del nuevo acceso sur a Santiago. A marzo de 2006, las obras del "Colector La Serena" y "Colector Puente Alto" alcanzaban grados de avance de 96% y 76%, respectivamente.

Como parte del convenio de MDI, el concesionario estará facultado para aumentar las tarifas de peajes (incrementos reales por encima de la inflación acumulada), como compensación a una desfavorable evolución del crecimiento del tráfico por debajo del nivel de ingresos asegurados (hasta un 5% anual y un 25% acumulado en el período 2003-2033).

AUTOPISTA DEL MAIPO

Autopista del Maipo



La sociedad concesionaria es propiedad de Cintra España, empresa que además participa como patrocinador del proyecto. Cintra posee una destacada experiencia como operador de carreteras concesionadas y un importante nivel de inversiones en autopistas de peaje. Dispone de la administración de proyectos en España, Portugal, Irlanda, Canadá y Chile, donde participa en 4 concesiones de la Ruta 5.

Cintra España forma parte del grupo Ferrovial, que representa uno de los constructores más grandes de España y se encuentra entre los más importantes de Europa.

De acuerdo con la actual estructura financiera del proyecto, los accionistas completaron aportes de capital que representaron del orden de un 20% de las necesidades de financiamiento de las inversiones realizadas en la Ruta 5 Sur. El saldo corresponde a una emisión de bonos en dólares (Bonos US\$) por un monto de US\$ 421 millones, realizada en agosto de 2001 en EE.UU. de acuerdo a la norma 144-A.

Los pagos de los Bonos US\$ están asegurados por MBIA. La deuda contempla una tasa de interés fija, con pagos de intereses semestrales a partir de diciembre de 2001 y amortizaciones semestrales desde junio de 2009 hasta junio de 2022. Con el propó-

AUTOPISTA DEL MAIPO

sito de mitigar el riesgo de fluctuación del tipo de cambio, la empresa posee un contrato de cobertura cambiara dólar-UF.

Cintra garantiza la finalización del proyecto en su totalidad y compromete un aporte patrimonial contingente a la calidad del desempeño financiero que alcance el proyecto en el futuro, por un monto de UF 3,5 millones.

La empresa constructora del proyecto es propiedad del grupo Ferrovial. La concesionaria firmó un contrato de construcción de monto fijo, del tipo “llave en mano”, a través del cual el constructor asume los riesgos relevantes de sobrecostos e incumplimientos de plazos. Como constructor, Ferrovial posee una adecuada capacidad y amplia experiencia.

Grado Avance Obras

(a marzo 2006)

Tramo	Sector	Grado Avance
Stgo. – San Fernando	I	99,96%
San Fernando – Talca	II	99,38%
Acceso Sur Santiago	III	70,23%
By Pass Rancagua	V	100,0%

En la Ruta 5 las obras se encuentran terminadas. La concesionaria obtuvo la Puesta en Servicio Definitiva (PSD) en este tramo en diciembre de 2004. En este sector los peajes troncales actualmente se encuentran en plena operación y los peajes laterales han sido puestos en servicio en forma progresiva.

La adecuada finalización del proyecto de construcción y puesta en marcha, en términos de diseño y costo, cuenta con la favorable opinión del experto independiente R&Q Ingeniería S.A.

La construcción del nuevo acceso sur no involucra grandes dificultades técnicas y a la fecha las expropiaciones necesarias y las obras civiles presentan satisfactorios grados de avance, no obstante el retraso en el adecuado acceso a ciertos terrenos requeridos. Sin embargo, el responsable del proceso de expropiación es el MOP y este deberá asumir un eventual sobrecosto.

El proyecto contempla las pólizas de seguros con coberturas estándares y razonables para este tipo de actividades (todo riesgo construcción, responsabilidad civil y lucro cesante).

MARCO NORMATIVO Y LEGAL

Ley de Concesiones

Mediante la Ley de Concesiones de Obras Públicas DFL MOP N° 164 de 1991, el Estado incorporó al sector privado en la gestión de obras de infraestructura por un determinado periodo de tiempo mediante un contrato específico de concesión.

Una concesión implica la delegación por parte del Estado del diseño, construcción, operación y mantenimiento de las obras a una empresa privada, mediante la celebración de un contrato entre el Concesionario y el Estado. La sociedad concesionaria construye la obra contratada y asume su gestión, prestando el servicio convenido por una determinada cantidad de años, establecida en el contrato, durante los cuales cobra un peaje a quienes hagan uso de este bien público.

AUTOPISTA DEL MAIPO

El esquema adoptado por el gobierno chileno para las concesiones viales se asocia a un esquema denominado “BOT” (Build, Operate and Transfer), donde el concesionario construye, opera y, luego del plazo de concesión, transfiere las obras al Estado.

El concesionario recibe por su intervención ingresos mediante el cobro de peajes a los vehículos que transiten por el sector de ruta concesionado. En ciertos casos estos ingresos han sido complementados con subsidios especiales del gobierno en concesiones de bajos retornos por peajes.

La operación de la concesión y su conservación están regulados por la ley general de concesiones, su reglamento, las normas complementarias del MOP y, en más detalle, por el contrato de concesión específico. En éste último se establecen, entre otros aspectos, las tarifas máximas autorizadas a cobrar por el concesionario, su forma de actualización, los subsidios involucrados, garantías estatales de uso (tránsito) o ingresos mínimos y aportes del Estado, los pagos al Estado por uso de la infraestructura existente, futuras obras complementarias, estudios de ingeniería y supervisión.

Los ingresos provenientes del pago de peajes no están afectos al IVA. Para las etapas de construcción y explotación se considera una acumulación del crédito fiscal por concepto de IVA correspondiente a la compra de bienes y servicios necesarios para la operación de la concesión, el que será reembolsado por el MOP periódicamente.

Un punto especial que se ha incluido en el esquema de concesiones viales vigente en Chile, es la facultad del MOP para asegurar un ingreso mínimo al concesionario, contingente a la baja demanda del proyecto con respecto a las proyecciones iniciales efectuadas por el gobierno. Estos ingresos mínimos garantizados facilitarían a las sociedades concesionarias levantar fondos del mercado financiero a costos razonables. Además, ciertas concesiones de baja rentabilidad tienen un subsidio estatal que complementa los ingresos por peajes que recibe la sociedad concesionaria.

El Artículo 43º del DFL MOP N°164, define una prenda especial de concesión de obra pública. Con el establecimiento de este tipo de prenda, el concesionario puede acceder al mercado financiero con una garantía que, en casos extremos, puede ser transferida a terceros como cualquier otro título.

En el caso de transferencia de la prenda especial de concesión, sea ésta voluntaria o generada por incumplimiento de las obligaciones con los poseedores de títulos de deuda de la obra, ésta debe ser total, y el nuevo concesionario deberá cumplir con las exigencias establecidas por el MOP para las sociedades concesionarias.

Debido a la relativa flexibilidad de la regulación de las concesiones se hace necesario analizar en detalle cada concesión específica para entender a cabalidad su propio marco legal, así como también sus peculiaridades en términos de riesgos económicos.

El marco legal que rige toda obra de infraestructura concesionada, incluye los siguientes elementos:

- a. El DS MOP N°294, de 1984, que fija el Texto refundido, Coordinado y Sistematizado de la Ley N°15.840, Orgánica del Ministerio de Obras Públicas, y del DFL N°206, de 1960;
- b. El DFL MOP N°164, de 1991, Ley de Concesiones de Obras Públicas y sus modificaciones contenidas en las Leyes 19.252 de 1993 y 19.460 de 1996, cuyo Texto Refundido, Coordinado y Sistematizado fue fijado en el DS N°900, de 1996.

AUTOPISTA DEL MAIPO

- c. Reglamento DFL MOP N° 164 de 1991, modificado por las Leyes N° 19.252 de 1993 y N° 19.460 de 1996. Num. 956, del 6 de octubre de 1997;
- d. Las correspondientes bases de licitación y circulares aclaratorias;
- e. La oferta técnica y económica presentada por el adjudicatario de la concesión, en la forma aprobada por el MOP;
- f. El decreto de adjudicación.
- g. El contrato de concesión y los convenios complementarios.

FLUJOS DE CAJA Y ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Estudio de Tráfico

El modelo financiero utiliza las estimaciones de demanda (tráfico e ingresos según reporte de enero 2004) preparadas por Steer Davis Gleave (SDG) y las proyecciones de costos respaldadas por la opinión del consultor independiente especializado. Además, las variables relevantes fueron sometidas a diversos escenarios sensibilizados. La evolución del tráfico y los ingresos por cobro de peajes esperados son principalmente sensibles a la evolución del PIB. Otra variable relativamente relevante es el precio de los combustibles.

En 2004, el tráfico histórico medido en los peajes troncales que posee la concesión en la Ruta 5 presentaba el siguiente desarrollo: para un período de 5 años un crecimiento anual promedio del orden de un 1%; para un período de 10 años el crecimiento promedio supera el 3% anual; y para un período de 20 años el tráfico ha crecido sobre el 5% promedio anual. Asimismo, durante 2004, el crecimiento del tráfico alcanzó a aproximadamente un 5,2% respecto del año anterior, nivel que superó la estimación de SDG de 4,2% anual. Como referencia, es importante mencionar que el crecimiento promedio del PIB durante los últimos 20 años fue de un 5% anual (1984-2004). No obstante, al considerar sólo los últimos 5 años, este promedio alcanzó a un 2,3% anual (2000-2004).

Los principales supuestos utilizados en el caso base del estudio de tráfico se presentan en la siguiente tabla:

Principales supuestos para escenario Base estimado por Steer Davis Gleave

	Elasticidad c/r PGB				Variación PGB
	Livianos	Buses	2 ejes	3 ejes	
2004-2008	1,08	0,78	0,77	1,08	4,9%
2009-2013	"	"	"	"	4,8%
2014-2015	"	"	"	"	4,0%
2016-2025	1,00	0,70	0,75	1,00	"
2026-2040	0,80	0,63	0,68	0,90	"
2040-	"	"	"	"	2,5%

Para el caso base, el estudio de tráfico de SDG estima un crecimiento promedio del tráfico equivalente (según ingresos por peaje) de un 4,2% anual para el periodo 2003-2033. Una reducción de un 1% en la tasa de crecimiento anual del PIB tiene un impacto bastante similar en el crecimiento promedio esperado para el tráfico.

La concesión cuenta con un sistema de ingresos mínimos garantizados (IMG) por el Estado de Chile hasta el año 2024, de acuerdo a una tabla de montos de ingresos

AUTOPISTA DEL MAIPO

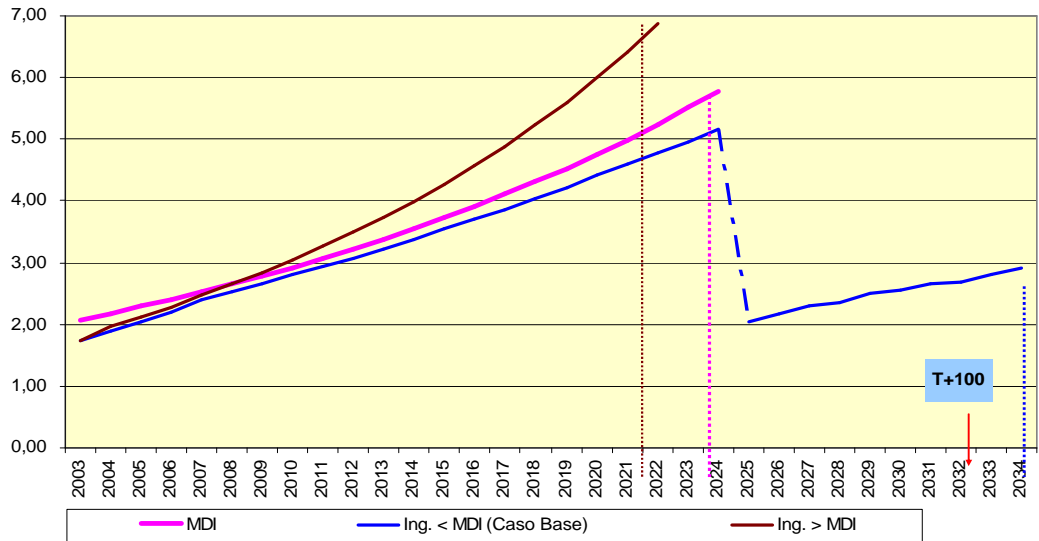
anuales. La garantía se activa en caso que los ingresos por peaje reales anuales sean inferiores a los montos garantizados, de manera que las diferencias que se produzcan deberán ser pagadas cada año por el MOP a la empresa concesionaria. El IMG entró en vigencia a partir de la Puesta en Servicio Definitiva (PSD) de las obras correspondientes a la Ruta 5 Sur. No obstante, debido a que los ingresos mínimos garantizados anuales se encuentran en promedio un 26% por debajo de los ingresos estimados en el caso base de SDG, la existencia de IMG tiene baja relevancia para el análisis de la estructura financiera del proyecto.

Mecanismo de Distribución de Ingresos (MDI)

El MDI permite mitigar el riesgo de tráfico a nivel agregado para la vida del proyecto, compensando una desfavorable evolución del tráfico con una extensión del plazo de la concesión. Ello, debido a que este mecanismo asegura a la empresa concesionaria la obtención de un determinado nivel de ingresos en valor actual (UF 30,4 millones). Además, a partir de la fecha de término original del proyecto (año 2024), el valor presente de ingresos asegurado es neto de una estructura de costos operacionales preestablecida. Con ello, el plazo de la concesión pasó a ser variable, dependiendo de la evolución que presente el tráfico real en relación con el tráfico asegurado. Sin embargo lo anterior, el MDI no asegura un nivel de ingreso anual, de manera que los flujos de caja provenientes de la operación mantienen su exposición a la variabilidad que presente el tráfico.

Esquema del MDI

(Ingresos en millones de UF – Después de 2024 se consideran ingresos netos de costos)



El gráfico anterior muestra como el plazo de la concesión puede variar dependiendo de la evolución del crecimiento del tráfico. Hasta la fecha “T+100” (plazo original de la concesión más 100 meses), la concesionaria está facultada para realizar aumentos de tarifa que permitan compensar crecimientos en el tráfico menores a un 5% anual. Este aumento de tarifas puede ser hasta por un 5% anual y acumular hasta un 25%. En “T+100” el MOP tiene la opción de cancelar en efectivo a la empresa concesionaria el saldo total del ingreso garantizado no obtenido a la fecha y con ello dar término a la concesión. En caso de que esta se extienda más allá de “T+100”, la empresa

AUTOPISTA DEL MAIPO

renueva la facultad de aumentar tarifas hasta acumular un 25% adicional. Además, en “T+100” finaliza la obligación de la concesionaria de realizar pagos anuales al MOP por el uso de la infraestructura preexistente, lo que reduce considerablemente la estructura de costos operacionales del proyecto.

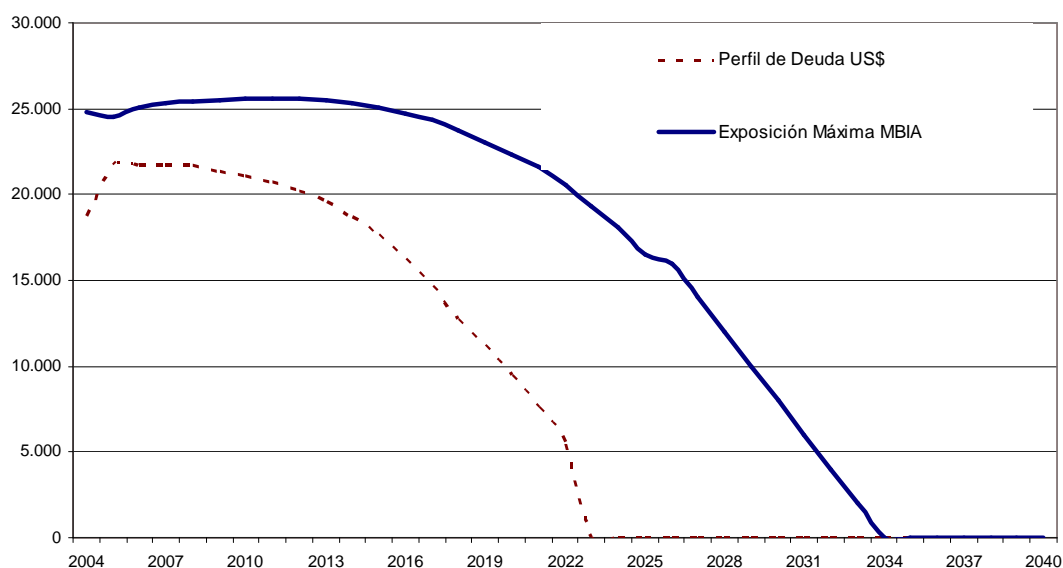
Plan financiero

El plan financiero contempla la emisión de bonos con cargo a una línea de títulos de hasta UF 15 millones, que expira el 31-12-2034. El pago de todo bono emitido y colocado con cargo a esta línea estará garantizado con una póliza de seguro de MBIA.

La colocación inicial de los bonos Serie A será destinada a financiar durante el período 2004-2006 las inversiones necesarias para la construcción del acceso sur a Santiago y para cubrir las nuevas inversiones relacionadas con el pago del MDI.

Para cubrir eventuales futuras necesidades de caja, Autopista del Maipo cuenta con una línea de crédito rotativa disponible durante la vigencia de la concesión. Potencialmente, al acumular cierto monto de deuda de corto plazo, el refinanciamiento de estos pasivos y otros requerimientos de fondos podrán ser cubiertos a través de nuevas emisiones de bonos con cargo a la línea de títulos mencionada anteriormente.

La empresa concesionaria posee un acuerdo con MBIA mediante el cual esta última se compromete a asegurar nuevas deudas financieras, hasta un monto total de exposición máxima establecida en el acuerdo y por un período que se extiende hasta el año 2034. Este compromiso provee una importante capacidad de refinanciamiento a la empresa concesionaria. La curva de exposición máxima de deuda garantizada establecida por MBIA (en miles de UF) y la estructura de la deuda Bonos US\$ (con swap US\$/UF cuya última cuota vence en 2022), se presentan en el siguiente gráfico:



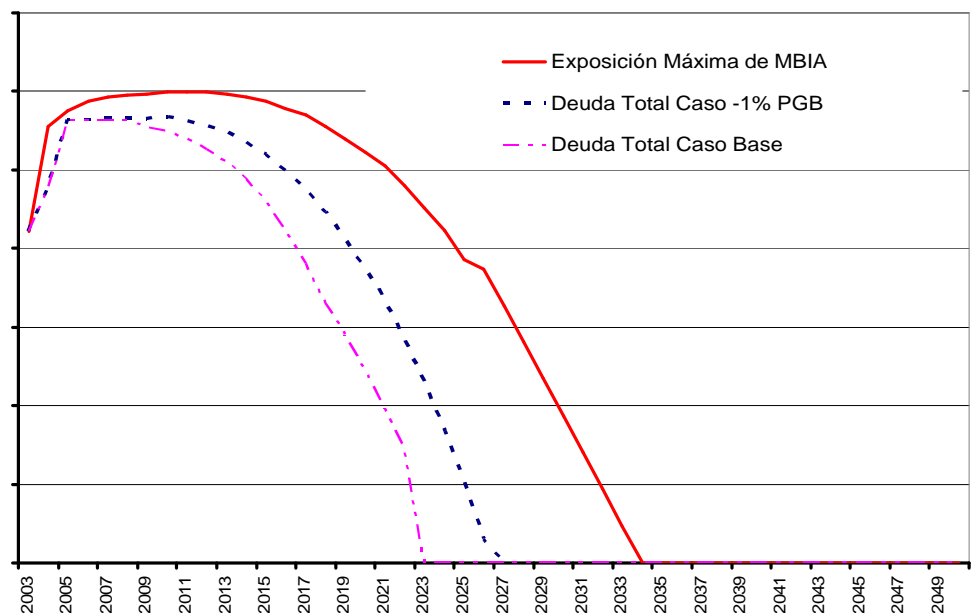
AUTOPISTA DEL MAIPO

La curva de exposición máxima de deuda establecida por MBIA condiciona el monto y la estructura de pagos y vencimientos que deberá tener la nueva deuda adicional (emisiones de Bonos UF de largo plazo y otras deudas de corto plazo), de manera que todas estas deudas puedan contar con la garantía de la compañía de seguros (garantía de pago incondicional e irrevocable hasta el vencimiento de la deuda).

La evolución de los ingresos obtenidos por la empresa concesionaria por concepto de tráfico no sólo determinará el plazo de la concesión. Influirá, además, en la cantidad de deuda requerida por el proyecto y en la disponibilidad de flujos para su pago en determinado plazo. Esto tiene una importante relación con la estructura de pago de la deuda. Si el proyecto obtiene niveles de ingresos superiores al caso base, es posible que parte de la deuda pudiera ser pagada en forma anticipada al vencimiento. A su vez, si el proyecto genera ingresos menores al caso base, es posible que parte de la deuda tuviera que ser refinanciada a mayor plazo.

Los flujos de caja del caso base fueron sometidos a sensibilizaciones, considerando menores tráficos (por desfavorable evolución del PIB y de precios de combustibles), sobrecostos operacionales y mayores costos financieros. La estructura financiera del proyecto resistió razonablemente los estrés aplicados, sin superar la curva de exposición máxima de deuda total permitida. Cabe destacar que para los casos más desfavorables, el acuerdo con la aseguradora establece que con el propósito de contrarrestar escenarios de tráfico deprimidos, la concesionaria debe recurrir a aumentos de tarifa o aportes de capital contingente.

En el caso base de tráfico, los excedentes de caja provenientes de la operación permiten terminar de cancelar la deuda total que requiere el proyecto en el año 2023 y la concesión finalizaría el 2034. En el caso de un crecimiento promedio del PIB menor en un 1% anual al caso base, la deuda total que requiere el proyecto se termina de cancelar en el año 2027. En ambos casos, sin asumir aumentos de tarifa por sobre la inflación. La evolución esperada de la deuda total en los escenarios antes mencionados se presenta en el siguiente gráfico:



AUTOPISTA DEL MAIPO

Protecciones adicionales

La estructura incluye una cuenta de reserva para cubrir eventuales necesidades de caja que mantendrá un saldo equivalente a UF 600 mil, lo que otorga una protección de liquidez a la empresa concesionaria.

La concesionaria podrá utilizar excedentes de caja de la operación para realizar pagos de dividendos sólo después de cancelar todas las deudas financieras.

Desempeño reciente

En 2004 el nivel de tráfico en las plazas troncales ubicadas en la Ruta 5 (tramo Santiago-Talca) creció un 5,2% en términos de vehículos equivalentes respecto del año anterior, situación que se vio favorecida por un mayor crecimiento del PIB en el mismo periodo. Al considerar todas las plazas de peajes, los tráficos equivalentes en 2004 crecieron un 8,9%, influenciado por la apertura progresiva de nuevas ubicaciones laterales de cobro de peajes.

Evolución Tráfico Equivalente

<i>(Vehículos)</i>						
	2004	2005	Var	Marzo 2005	Marzo 2006	Var
Angostura	12.222.500	12.360.098	1,13%	3.553.633	3.740.331	5,25%
Quinta	7.473.074	7.670.866	2,65%	2.304.025	2.361.844	2,51%
Laterales	1.452.565	1.680.524	15,69%	437.648	555.212	26,86%
Total	21.148.139	21.711.488	2,66%	6.295.306	6.657.387	5,75%

El tráfico equivalente para el año 2005 alcanzó a 21.711.488 vehículos, registrando un crecimiento de 2,7% comparando con igual periodo del año anterior.

A marzo de 2006, el tráfico equivalente alcanzó 6.657.387 vehículos, cifra superior en un 5,8% respecto a igual periodo del año anterior.

Evolución Tráfico Total

<i>(Vehículos)</i>							
	2004	2005	Var		2004	2005	Var
Vehículos livianos	11.196.705	12.455.079	11,2%	Angostura	8.137.881	8.337.705	2,5%
Buses y camiones de dos ejes	3.138.106	3.064.310	-2,4%	Quinta	4.284.449	4.454.964	4,0%
Vehículos Pesados	2.704.408	2.741.745	1,4%	Laterales	4.616.889	5.468.465	18,4%
Total	17.039.219	18.261.134	7,2%	Total	17.039.219	18.261.134	7,2%

A marzo de 2006, los ingresos por peaje acumulados, correspondientes a los peajes troncales de Angostura, Quinta y 34 peajes laterales, alcanzaron \$10.509 millones, un 6,9% superior a igual periodo del año anterior. Un 46% corresponde a recaudación proveniente de vehículos livianos y un 54% a vehículos pesados.

AUTOPISTA DEL MAIPO

Ingresos por Tráfico

<i>(miles de pesos)</i>						
	2004	2005	Var	Marzo 2005	Marzo 2006	Var
Vehículos Livianos	13.678.990	14.298.598	4,53%	4.352.068	4.845.010	11,33%
Vehículos Pesados	19.347.929	19.176.880	-0,88%	5.475.179	5.663.616	3,44%
Total	33.026.919	33.475.478	1,36%	9.827.247	10.508.626	6,93%

El ratio de cobertura del servicio de la deuda fue de 1,3 para 2005 y 1,4 a marzo de 2006.

Ratio Cobertura Servicio Deuda

<i>(UF)</i>		
	2005	Marzo 2006
Ingreso por Peaje	1.864,7	586,5
Flujo caja operacional	1.635,5	418,9
Pagos de Cupón	1.276,2	299,3
DSCR	1,3	1,4

Uso de financiamiento

En octubre de 2004, la concesionaria realizó una emisión de bonos Serie A, con cargo a la Línea de Bonos N° 382, por UF 5,8 millones, a tasa fija, con pagos de intereses semestrales, vencimientos del capital entre junio de 2023 y junio de 2025 (21 años de plazo final) y rescatables anticipadamente a partir de 2023. Adicionalmente, la concesionaria obtuvo una línea de crédito con el ABN Amro Bank por UF2,1 millones (que a la fecha no ha sido utilizada) que vence en 2034 y cuenta con la garantía de MBIA, contrato que incorpora una importante flexibilidad financiera al proyecto.