
Calificaciones de Obligaciones de Contraparte del Sector Público en Asociaciones Público Privadas (APPs)

Alcance

La presente metodología de clasificación será utilizada por Apoyo & Asociados Internacionales - Clasificadora de Riesgo (en adelante, Apoyo & Asociados, A&A o la Clasificadora) para clasificar a las obligaciones de un otorgante del sector público (concedente) derivados de una concesión u otro contrato (en lo sucesivo, denominado en el presente documento como “contrato marco” o “contrato de concesión”). Estas obligaciones son utilizadas para respaldar el financiamiento de activos de infraestructura pública derivados de una asociación público-privada (APPs o PPP, por sus siglas en inglés: Public Private Partnership); y son equivalentes al riesgo de contraparte en las operaciones de financiamiento.

En el Perú, el financiamiento de la infraestructura pública se ha dado principalmente vía Finanzas Estructuradas (operaciones que no están expuestas al riesgo de culminación ni *performance* del proyecto) como por ejemplo los financiamientos relacionados con los proyectos de carretera IIRSAs (Titulización de CRPAOs¹), con los proyectos de Agua y Saneamiento de Sedapal (Titulización de RPI); o el financiamiento de la Línea 2 del Metro (Titulización de RPIs²).

En menor medida, se ha utilizado los Project Finance (expuestos al riesgo de culminación ni *performance* del proyecto), como el financiamiento del proyecto trasvase de agua de la Concesionaria Trasvase Olmos, el de la Línea 1 del Metro de Lima; en los cuales el flujo de caja que genera el proyecto (garantizados en su totalidad por el Estado) respaldan el pago de la emisión.

Esta metodología incorpora la experiencia de Apoyo & Asociados en el mercado peruano y tiene en consideración el *expertise* y criterios metodológicos de su socio *FitchRatings* a nivel global. En ese sentido, Apoyo & Asociados busca que sus metodologías se adapten a la realidad peruana, así como a las exigencias de nuestro marco regulatorio. Asimismo, dependiendo del tipo del financiamiento a evaluar, esta metodología debe ser complementada con la metodología de Finanzas Estructuradas o Project Finance.

Las contrapartes del sector público que se consideran en esta metodología incluyen al gobierno central, subnacional (provinciales, regionales y locales); así como también a entidades del sector público (Sedapal, Essalud, por ejemplo).

METODOLOGIA:

La metodología consiste en: i) determinar si el contrato marco PPP cumple con los requisitos para asignar una calificación de contraparte; ii) establecer una metodología para aplicar un escalonamiento (*notching*) desde la calidad crediticia general (*IDR: Issuer default Rating o Rating*) de una contraparte del sector público y reflejar cualquier riesgo de incumplimiento mayor percibido bajo un contrato marco.

¹ CRPAOs: Certificados de Reconocimiento de Pago Anual por Obras

² RPICAOs: Retribuciones por Inversiones según Certificado de Avance de Obras
Ambos compromisos financieros se generan al concluir un hito constructivo del proyecto.

I. **Determinar si la Obligación es Calificable:**

Las contrapartes del sector público celebran una variedad diversa de acuerdos comerciales, incluyendo arrendamiento de instalaciones, renta de equipos, contratos de cobertura no relacionados con una emisión de deuda específica y convenios para la compra-venta de bienes y servicios. Estos acuerdos necesariamente incluyen a participantes del sector privado. En el discurso público, es común que el término asociación público-privada se utilice de manera general para abarcar, en ocasiones, el universo de acuerdos comerciales público- privados. Aunque las contrapartes en estos acuerdos comerciales pueden considerar que el Rating del concedente refleja de manera general la calidad crediticia de la entidad, A&A advierte que el Rating del concedente no aborda el riesgo de incumplimiento en estos acuerdos comerciales comunes.

A&A considerará que las obligaciones de un contrato marco PPP son calificables y distinguibles de otros acuerdos comerciales más comunes contemplando los siguientes cinco elementos:

- i) **Marco Legal Claro:** el contar con un marco legislativo para desarrollar infraestructura pública a través de APPs es una demostración de respaldo público.
- ii) **Infraestructura Pública Esencial:** Los activos de infraestructura a financiar deben involucrar un propósito público esencial.
- iii) **Control del Otorgante sobre el Activo de Infraestructura:** Es importante que el activo regrese al concedente al final de la concesión.
- iv) **Contrato de Concesión:** Es parte integrante del Financiamiento de la APP. El contrato marco debe contemplar la posibilidad de financiación y cesión de garantías a los acreedores (denominados Acreedores Permitidos Garantizados en el caso peruano).
- v) **Indemnización por Terminación:** En caso de caducidad anticipada, el contrato de concesión debe contemplar el pago por terminación por parte del concedente en un monto suficiente para cubrir la deuda asociada con la APP. Esto reflejaría la naturaleza esencial del acuerdo como la conexión clara con la deuda incurrida por la empresa de proyectos para obtener el activo de infraestructura pública esencial.

Puede ser que ciertas operaciones no tengan un pago de terminación explícito; sin embargo, en estos casos, el concedente continúa garantizando y/o cubriendo el servicio de deuda aún en caso de terminación. A&A considera que esto es funcionalmente equivalente al requisito de una indemnización por terminación para efectos de esta prueba.

II. **Determinación del Notching desde el Rating del Concedente:**

Si se determina que una obligación del otorgante conforme a un contrato marco en una operación APP es calificable, entonces A&A utiliza la calidad crediticia general del otorgante, según se exprese en su Rating, como el punto de partida para determinar la calificación de contraparte para las obligaciones del otorgante en la operación.

2.1 Estableciendo el Rating del Otorgante – Punto de Partida

Generalmente en Perú, el otorgante o el garante final ha recaído en el gobierno central, por lo que en esos casos A&A tomará el rating soberano en moneda local o extranjera, según sea el caso, otorgado por FitchRatings como punto de partida.

También se ha visto estructuras donde el otorgante o pagador de las obligaciones es una entidad pública (Caso de Essalud, Sedapal), en ese caso, A&A tomará la clasificación que haya otorgado FitchRatings a dichas entidades, caso contrario aplicará la metodología relevante para entidades del sector público para asignar internamente el rating de las mismas.

En algunos casos, las obligaciones del otorgante pueden ser apoyadas por fondos de reserva o ingresos específicos, que bajo la metodología relevante, pueden tener un *notching* hacia arriba del Rating del otorgante. Por ejemplo, el pago de los RPIs del proyecto de Huascacocha que debe hacer Sedapal, se encuentran respaldados por un Fideicomiso de Flujos. En esos casos, el Rating ajustado será el punto de partida para cualquier *notching* aplicable a las obligaciones del otorgante bajo los contratos marco de APP.

También es posible que haya casos donde el otorgante haga una afectación específica de ingresos como fuente de pago de la obligación y con lo cual se elimine cualquier exposición a la operación del otorgante. En esos casos, la obligación puede ser calificada usando la metodología relevante de nuestro socio para bonos con impuestos específicos (por Fitch “U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria”) sin una conexión con el rating del otorgante.

2.2 Consideraciones para Aplicar un *Notching* desde el Rating o Calidad Crediticia (IDR Issuer Default Rating) del Otorgante:

A nivel global, nuestro socio FitchRatings considera que la obligación de un otorgante bajo un contrato marco es, en casi todos los casos, más débil que su Rating, debido a que en la mayoría de los regímenes legales, una contraparte del sector público puede elegir cumplir con algunas obligaciones financieras pero incumplir con otras, sin el riesgo de procedimientos de insolvencia o sin violar cualquier obligación de pagar a todos los acreedores de manera equitativa. Como ejemplo, Italia y España permiten pagos preferentes para atacar necesidades temporales de liquidez. En otras palabras, la legislación permite la subordinación del repago de obligaciones comerciales (corto plazo, o adeudos a proveedores de bienes y servicios) a deuda financiera (créditos y bonos). En los EE.UU., emisores municipales no pueden ser forzados a entrar en procesos de insolvencia, aún y si incumplen una o más obligaciones. Por esta razón, Fitch aplica una metodología de *notching* a las obligaciones que tienen una posición legal inferior o incentivos menores para efectuar pagos oportunos.

Para la calificación de contraparte de un otorgante para una obligación APP se aplica normalmente un *notching* desde el Rating del otorgante por cada proyecto en específico. En general, esto implica deducciones de **0-3 notches** desde el rating del otorgante.

La siguiente tabla brinda orientación para aplicar un *notching* con base en los elementos que a continuación se describen. Por lo general, a una obligación que se considera tiene una conexión fuerte con el otorgante en todos los elementos principales se le puede asignar una calificación 0-1 notches por debajo de la IDR del otorgante. Igualar la calificación de la obligación de la contraparte a la del IDR del otorgante es más probable en el caso de otorgantes soberanos o si la obligación de la contraparte tiene provisiones de incumplimiento cruzado con la deuda del otorgante.

Una combinación de evaluaciones de rango medio y fuertes respaldaría una calificación de 1-2 *notches* desde el IDR del otorgante.

Una combinación de evaluaciones de rango medio y débiles sugeriría una calificación de 1-3 *notches* por debajo de la IDR del otorgante.

La importancia de los factores enumerados (en la siguiente tabla) frente a la decisión final del *notching* variará con base en las particularidades del otorgante, el contrato marco y el proyecto bajo consideración. A&A opina que una obligación es más fuerte incluso si algunos atributos se caracterizaran dentro del rango medio si se



considera que los atributos más fuertes tienen una importancia mayor. Por ejemplo, si la falta de pago de la obligación de contraparte podría causar un incumplimiento cruzado con la deuda pública del otorgante, A&A no esperaría aplicar un *notching* hacia abajo desde el IDR incluso si otros factores fueran considerados como de rango medio o más débiles.

A&A se enfoca en una serie de consideraciones para determinar el grado de *notching* que aplicará por debajo de la IDR del otorgante, la cual se basa en la Guía de Aplicación de *Notching* para Obligaciones PPP de su socio FitchRatings, la cual se muestra en la siguiente tabla:

Guía de Aplicación del Notching para Obligaciones PPP Calificables

	Marco Legal			Factores del Proyecto e Información		
	Fuente de los Fondos	Proceso Presupuestario	Estado Legal y Exigibilidad	Información Financiera	Importancia de la Alternativa de Financiamiento PPP	Importancia del Proyecto PPP
Más Fuerte	Fuente de pago de un portafolio amplio de fuentes de fondeo, proporcionado como soporte de la actividad del otorgante. En EE.UU. la fuente de pago es fondeo general del gobierno otorgante.	Estado equivalente a endeudamiento público en el proceso presupuestario.	Estado legal equivalente a endeudamiento público.	El compromiso PPP se revela como deuda.	Programa PPP considerable para financiar la infraestructura pública en general, con un historial establecido y aceptación legislativa.	Gran escala e importancia crucial para la misión del otorgante.
0 – 1	Soporte de un nivel más alto de gobierno con fuentes de fondeo en ingresos fiscales generales u otra base amplia, o soporte contingente significativo (por ejemplo, carta de conformidad identificando una obligación como significativa pero carece de garantía).	Obligaciones anuales incluidas en las proyecciones presupuestarias multianuales del otorgante.	Incumplimiento cruzado entre las obligaciones PPP y la deuda financiera.			Soporte sólido público y/o legislativo demostrado para el proyecto.
Rango Medio	Fuente de pago de una porción selecta de fondos del otorgante, con acceso limitado a un grupo más amplio. En EE.UU. la fuente de pago puede ser fondeo general de la agencia otorgante o una porción seleccionada de los fondos del gobierno otorgante.	Se da prioridad a la obligación de pago sobre los gastos generales, pero está subordinada a otros compromisos financieros.	Reconocimiento específico de la obligación en los procesos legislativos y administrativos.	El compromiso PPP se revela como una obligación contingente.	PPP es una iniciativa importante del gobierno para promover el desarrollo de infraestructura, pero tiene un historial limitado.	El proyecto es típico de una infraestructura financiada públicamente, pero tiene una importancia modesta.
0 – 2						
Más Débil	Notablemente un grupo limitado de fondos disponibles para el pago de la obligación.	La obligación de pago no tiene prioridad en el proceso presupuestario – igual que los gastos generales.	Generalmente la obligación está dentro de una autorización legislativa o administrativa, pero no se identifica de manera específica.	No se revela el compromiso PPP en los estados financieros o en la revelación al mercado de capitales.	El programa PPP sólo se expresa de manera general en la legislación, pero existe administrativamente.	El proyecto involucra una infraestructura discrecional que no se considera típicamente central para la misión pública del otorgante, como estadios.
1 – 3	Estado legal subordinado al endeudamiento público u otras obligaciones financieras.					Falta de un soporte amplio público y/o legislativo para el proyecto.

III. Clasificación de las Notas respaldadas por Obligaciones del Sector Público (OSP) asociadas a APPs:

Como se había comentado anteriormente la calificación otorgada a la obligación de contraparte del sector público constituye un *input* para la evaluación de las Notas que se emitan para financiar la construcción del proyecto.

En línea con la anterior cabe precisar las diferencias sustanciales que se originan en la calificación si el financiamiento a evaluar será un Financiamiento Estructurado o *Project Finance*.

3.1 Finanzas Estructuradas:

En estas operaciones de financiamiento, el pago del servicio de deuda de los bonos está respaldado por el pago irrevocable e incondicional del gobierno peruano y/o una entidad pública (Obligaciones de Contraparte del Sector Público en APPs). En este tipo de operaciones, los financiadores no están expuestos al riesgo de construcción u operación del proyecto, por lo que el *rating* de la Deuda a emitirse suele tener un link directo con el *rating* de la obligación de la contraparte del sector público.

Ratings diferentes a la calificación de la Contraparte del Sector público, dependerán de garantías externas y/o la presencia de otros riesgos adicionales dentro de la estructura del financiamiento (descalces de plazos, riesgo fiduciario, proveedores de contratos swap, etc.).

A) Notas con Rating por encima a la calificación asignada a la OSP:

Algunos financiamientos a pesar que la OSP tiene un rating similar al rating soberano del país, éstas cuentan con una garantía parcial externa de una multilateral, por lo que el rating del financiamiento resulta superior al rating de la OSP. (Ejem. Financiamiento de IIRSA Norte Finance Limited, cuenta con una garantía parcial del 20% de la emisión por el BID). No obstante, cabe señalar que desde que Perú obtuvo el grado de inversión, ya no se han dado este tipo de financiamientos con garantías parciales.

B) **Notas cuyo Rating es igual al Rating del Garante:** existen agencias multilaterales que garantizan el pago del 100% de la deuda que financia la ejecución del Proyecto. En este caso, el rating de las Notas es igual al rating del garante, en caso el garante tenga un rating superior al de la OSP.

C) **Notas cuyo Rating es menor al Rating de la OSP:** en casos en que la estructura de financiamiento contemple riesgos adicionales a la OSP (eje. riesgo de descalce de tasas cobaturada por una institución con rating inferior a la OSP), el rating que se asignará a las Notas puede ser inferior al de la OSP.

3.2 Project Finance

En este tipo de operaciones, la obligación de pago por parte de la Contraparte del Sector Público y que en cierta forma respaldan el pago de la deuda que financia la ejecución del Proyecto, se encuentra expuesta al riesgo de culminación y operación del proyecto, los cuales están a cargo de la empresa concesionaria que ejecuta los proyectos, sus Sponsors y contratistas. A menudo estos otros riesgos, evaluados en el contexto del apalancamiento financiero de la empresa de proyectos, limitarán la calificación asignada a la deuda de la empresa de proyectos a un nivel inferior a la de la obligación de contraparte del concedente.

En los casos de *availability Project*, donde la Contraparte del Sector Público garantiza el 100% de los ingresos del Proyecto, la calificación asignada a la obligación de contraparte del sector público servirá como un límite (*cap*) para la calificación de la deuda de la empresa de proyectos durante la vida del financiamiento.

En los casos que el Proyecto se encuentre expuesto a riesgos de mercado o precio, el *rating* dependerá de los riesgos y mitigantes asociados a cada etapa del proyecto: *Pre completion* y *Post Completion*.

IV. Descripción del Modelo de análisis para clasificación de riesgo

El modelo de análisis se basa principalmente en la evaluación de los activos que respaldan las obligaciones emitidas, usualmente, por un vehículo de propósito especial (SPV por sus siglas en inglés). Considerando la diversidad de activos que pueden garantizar dichas operaciones, el análisis y el modelo se ajustarán en función de los riesgos asociados a los mismos. El comité de clasificación determinará si las recomendaciones de las opiniones de clasificación derivadas por los analistas reflejan los riesgos asociados con la transacción. Esto incluirá una evaluación de las expectativas de pérdidas derivadas para el activo subyacente, así como la determinación de si todos los aspectos fundamentales descritos anteriormente han sido abordados. La Clasificadora no es responsable de la estructuración de la transacción y determina su opinión de clasificación en base a las estructuras que se le presentan. El comité de clasificación determina las clasificaciones finales apropiadas que le serán asignadas a cada título. Dentro de los principales factores cualitativos y cuantitativos que se toman en consideración para este tipo de transacciones figuran:

Cualitativos	Cuantitativos
Aislamiento del activo y estructura legal	Calidad del activo
Características del activo	Mejoras crediticias
Estructura financiera	Análisis de flujos
Riesgo operacional	

V. Consideraciones Adicionales

Emisión y Seguimiento de Clasificaciones

El primer informe de clasificación de riesgo otorgado a un valor o conjunto de valores representativos de deuda de oferta pública debe efectuarse con la información financiera auditada anual del último ejercicio cerrado y la intermedia no auditada más reciente disponible, del emisor u originador.

Posteriormente, en el marco de la obligación de vigilar permanentemente las clasificaciones otorgadas, la Clasificadora debe emitir al menos dos veces al año informes de actualización, según los cronogramas establecidos y estados financieros de corte requeridos por los Reguladores. En el caso de las clasificaciones otorgadas en el marco de las actividades complementarias, la Clasificadora debe emitir al menos un informe de actualización al año. Adicionalmente, si la Clasificadora tomase conocimiento de alguna circunstancia o hecho que pueda repercutir en las clasificaciones otorgadas, podrá emitir un pronunciamiento al respecto.

En caso la Clasificadora asigne una clasificación de riesgo común a todo o parte de los valores representativos de deuda a ser emitidos en virtud de un programa de emisión, indicará si asume que se emitirá todo o parte del importe del programa o señalará los montos que asume se emitirán en los siguientes 12 meses.

La Forma y Frecuencia de Análisis del Mercado y Entorno

Como parte de su evaluación, la Clasificadora analizará, al menos una vez al año, el comportamiento de algunos indicadores relevantes para el sector al cual pertenece el Originador y/o los activos de la transacción clasificada (mercado, indicadores macroeconómicos u otros). Este análisis se realizará en la medida en que la Clasificadora tenga acceso a información pública y de fuentes confiables. En el caso de realizar Informes Sectoriales o Notas de Prensa Sectoriales, la Clasificadora no podrá hacer referencia particular a emisores o personas jurídicas.

Modificaciones de la Metodología

En caso las metodologías sean modificadas, la Clasificadora aplicará dichas metodologías tanto para las clasificaciones de riesgo vigentes como para las subsiguientes. En el caso de las clasificaciones vigentes, la Clasificadora determinará si por aplicación de la nueva metodología tiene que modificar las clasificaciones otorgadas, lo cual se efectuará en un plazo máximo de seis meses.

Requerimiento de Información

La información detallada en el Anexo I contiene la lista con la información que usualmente se requerirá para clasificar financiamientos respaldados por Obligaciones del Sector Público (OSP) asociadas a APPs y para cumplir con la vigilancia permanente de las clasificaciones asignadas, la misma que podría variar en función de las características particulares del sector y/o las características propias de los activos y/o los instrumentos clasificados, entre otros. Dado que en este tipo de instrumentos no existe información financiera histórica, Apoyo & Asociados evaluará si es factible emitir una opinión, con la información disponible. En caso de ser factible, el análisis considerará las proyecciones esperadas respecto a su futuro desempeño, teniendo en consideración la información y experiencia de los accionistas, grupo económico y/o patrocinadores, calidad del activo subyacente, entre otros. Sin perjuicio de lo anterior, cada entidad clasificada está obligada a informar a la Clasificadora cualquier hecho relevante que pudiera tener impacto en sus clasificaciones, apenas tenga conocimiento del mismo.

ANEXO I

Información mínima requerida para Financiamientos respaldados por Obligaciones del Sector Público (OSP) asociadas a APPs:

Información General

- Contrato de Concesión y adendas de ser el caso
- Contratos relacionados con la ejecución del Proyecto

Modelo Financiero

- Proyecciones Financieras en Excel (indicar supuestos)

Sobre el Financiamiento

- Contrato de Emisión
- Offering Memorandum (O&M) o Prospecto Informativo
- Indenture Trustee

- Issuer Purchase Agreement
- Sale and Purchase Agreement
- Contratos de Garantías
- Estados Financieros auditados e intermedios del Patrimonio, de aplicarse.
- Estados financieros auditados e intermedios de la Sociedad Titulizadora de aplicarse
- Reporte de los flujos que han ingresado al patrimonio autónomo. Detalle de las diversas cuentas del Fideicomiso (IssuerTrust)
- Informe sobre el cumplimiento de los compromisos y/o resguardos financieros
- Cronograma del pago de intereses y/o amortización de los bonos.

Nota: Información adicional podría ser requerida en función de las características particulares del sector donde opera el Originador y/o de las características de los activos y/o los instrumentos clasificados, entre otros.