

---

## **Apoyo & Asociados emite una nueva metodología referida a Calificaciones de Obligaciones de Contraparte del Sector Público en Asociaciones Público Privadas (APPs) (ver sección metodologías). Asimismo, publica un anexo con algunos ejemplos vinculados a la misma**

---

Lima, 12 de noviembre del 2018:

### **I. Experiencia Peruana - Obligaciones de Contraparte del Sector Público en Operaciones Asociaciones Públicas Privada (APPs)**

Perú ha desarrollado uno de los marcos legales más sofisticados de la región en APPs (Asociaciones Públicas Privadas), a fin de promover la inversión del sector privado en el desarrollo de infraestructura pública.

El modelo impulsado por el Estado ha permitido convertir complejas iniciativas de desarrollo en oportunidades de inversión altamente atractivas y rentables. Así, con la ayuda de Proinversión y diferentes ministerios, ha introducido estructuras que brindan mayor confianza a los Sponsors privados y atraer a un gran número de financiadores. El éxito alcanzado en la financiación de infraestructura pública ha conllevado a que otros países de la región, como Colombia, a adoptar el modelo peruano para este tipo de obras.

Según el marco normativo, el Gobierno Peruano (GOP) puede otorgar garantías Financieras o No Financieras a las APPs. Una garantía No Financiera, es conocida en otras jurisdicciones como garantía contingente. Una garantía peruana No Financiera efectivamente es un compromiso contingente porque su obligación de presupuesto/pago solo puede ocurrir cuando se ha dado la activación de un gatillador, independientemente del tipo de proyecto. Si un proyecto se beneficia de una garantía no financiera, implica que existe una fuente primaria de flujos para pagar la deuda, y la garantía no financiera cubrirá solo los déficits.

### **CRPAO**

En el 2005, el GOP introdujo una estructura de concesión mejorada conocida como Proyectos Cofinanciados en la cual el gobierno proporcionaría apoyo financiero para mitigar los riesgos de construcción y desempeño asociados con los proyectos. En 2006, como resultado de esta nueva estructura de concesión, el GOP aprobó el marco legal de *Certificados de Reconocimiento de Derechos del Pago Anual* (CRPAO), que permitió a los operadores y concesionarios obtener financiamiento para la construcción mediante la emisión de certificados irrevocables e incondicionales de obligación de pago del GOP, a través del ministerio o agencia gubernamental correspondiente, a cambio de completar los hitos de la construcción.

Los CRPAO se utilizaron por primera vez en la concesión a 30 años para los proyectos de autopistas de peaje IIRSA como parte de la iniciativa IIRSA (*Iniciativa para la Integración de la Infraestructura Regional Suramericana*), adoptada por varios países sudamericanos en 2000. El enlace de autopistas de peaje de IIRSA une el norte y el sur de Perú con Brasil, y brindan a Brasil acceso a varios puertos ubicados en la costa pacífica de Perú. Este mecanismo de financiamiento se probó por primera vez para construir carreteras de peaje en todo el Perú.

Cada certificado se denominó en dólares estadounidenses, como lo era la obligación del GOP. Una característica clave de los CRPAO es que son obligaciones de pago incondicional, irrevocable, de realización inmediata y sin beneficio de excusión, y se rigen por la ley del estado de Nueva York (NY). Este régimen legal, eleva el *willingness to pay* del Estado. Ya que ante un default en el pago del CRPAO, el juez de NY puede decretar el embargo de las cuentas peruanas en el exterior, pudiéndole generar un *default* en otras obligaciones del Estado. Así, aunque los CRPAO no constituyeron legalmente deuda pública peruana, el Ministerio de Finanzas y Economía (MEF) del GOP reconoció el valor presente de los PAOs como deuda soberana, minimizando el riesgo político y el riesgo de aprobación presupuestaria. Estas obligaciones soberanas se incluyen en una nota sobre las obligaciones generales del soberano. A&A considera que la calidad crediticia de los CRPAO es equivalente a la calidad crediticia del GOP. Además, los CRPAO son fácilmente transferibles y, como tales, los sponsors pudieron transferir los derechos de pago a un fideicomiso que emitió los primeros bonos titulizados o Notas colocados en los mercados de capitales internacionales respaldados por este tipo de obligaciones gubernamentales.

Las carreteras de peaje de IIRSA fueron las únicas iniciativas de desarrollo financiadas a través de CRPAOs. A partir de entonces, el marco de CRPAO evolucionó a un mecanismo de financiamiento diferente respaldado por el gobierno.

Cabe recordar que en el momento que se lanzaron los proyectos cofinanciados, Perú no era *investment grade* (Mar.07: BB+), por lo que además de los fuertes atributos que se otorgó a los CRPAOs, la primera operación de Financiamiento Estructurado respaldada por los CRPAOs, IIRSA Norte Finance Limited, contó con una garantía parcial del 20% otorgada por el BID, lo cual permitió subir un *notch* por encima del rating soberano en escala internacional. Luego del *upgrade* del gobierno peruano, los demás financiamientos asociados a los CRPAOs, ya no salieron con garantía parcial externa.

## **RPICAOs**

Cuando Perú alcanza el *investment grade* (abril 2008), el GOP inicia una segunda generación: Proyectos Autosostenibles, y con ellos nacen los RPICAOs. Con esta generación de APPs nace la garantía No Financiera del Estado. En este mecanismo, el GOP no es la principal fuente de pago de la Retribución por Inversión (RPI), sino una segunda fuente de pago y un último recurso hacia el gobierno.

De forma similar a las concesiones por CRPAOs, los RPICAOs se otorga a proyectos emprendidos por el GOP cuando los ingresos obtenidos del proyecto no son suficientes para cubrir las obligaciones (si fueran suficientes, el Estado posiblemente no daría una garantía sólida y dejaría al mercado asumir los riesgos típicos del proyecto). La principal diferencia entre los RPICAO y los CRPAO es que los RPICAO deben ser presupuestados anualmente, ya que el GOP a través del MEF no ha reconocido el monto total de las obligaciones de RPICAO (sólo lo hace luego de activarse el gatillo de pago de la garantía contingente), lo que aumenta la exposición al posible riesgo de aprobación presupuestaria.

Este esquema se ha implementado en proyectos de diversos sectores:

### **Agua**

Los RPICAO fueron utilizados por primera vez por Sedapal, la empresa estatal de servicios de agua de Lima y Callo, para el desarrollo y construcción de soluciones de agua, tales como plantas de tratamiento de agua y represas. Bajo estas concesiones, los operadores reciben el pago al completar ciertos hitos constructivos, los cuales están respaldados por un Fideicomiso de Flujos constituido por los pagos futuros en el sistema financiero que hacen los usuarios por el servicio de agua.

El RPICAO está respaldado por una garantía contingente del GOP a través del Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento (MVCS), comprometiéndose a pagar cualquier déficit no pagado por Sedapal. Bajo la garantía contingente, el MVCS tiene la obligación de incluir la contingencia / déficit en el presupuesto anual para el próximo año fiscal.

Existen 4 proyectos bajo este esquema, el de Huascacocha, Taboada, La Chira y Provisur, los dos primeros fueron evaluados por A&A.

### **Salud**

En mayo de 2012, el régimen de RPICAO se empleó para financiar dos hospitales y dos centros de distribución médica en el área metropolitana de Lima. La construcción de estos desarrollos se financia con los ingresos recibidos de la emisión de bonos por US\$230 millones. Las notas están respaldadas por

RPI-CAO del Seguro Social de Salud (EsSalud), una entidad pública responsable de brindar servicios de atención médica a la población peruana.

Los RPI-CAO son respaldados por las contribuciones de seguridad social pagadas a EsSalud y recaudadas por la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT, la agencia estatal de recaudación de impuestos) y luego transferidas a un fideicomiso maestro. La contribución obligatoria se obtiene de la deducción del 9% que se le hace a la remuneración mensual de los trabajadores formalmente empleados en Perú (vía descuento de planilla). La transacción está respaldada por la recaudación de estos fondos de EsSalud hasta un

máximo equivalente al 12% de la recaudación de fondos o 1,25 veces la cobertura del servicio de la deuda por estos conceptos (RPI). Los certificados RPI-CAO se emiten al completar ciertos hitos y no dependen de la finalización exitosa de todo el proyecto o del desempeño futuro. Las RPI-CAO son una obligación irrevocable e incondicional de EsSalud una vez que el certificado ha sido emitido.

Esta transacción fue la primera financiación respaldada por una entidad cuasi gubernamental, sin garantía contingente del estado peruano. Ello, debido a su *status* de entidad no adscrita al FONAFE, en ese momento.

## **Transporte**

Durante el primer trimestre de 2014, el Ministerio de Transporte y Comunicaciones del GOP adjudicó su primera concesión relacionada con la construcción del metro Línea 2 en Lima. Una nueva versión del mecanismo RPICAO que ofrece una garantía contingente del GOP se implementó para poder financiar este proyecto *greenfield* relacionado con el transporte.

A&A ha clasificado los financiamientos estructurados relacionados con las IIRSA, así como los relacionados con proyectos de saneamiento de Sedapal (Huascacocha, Taboada). En el primer caso las obligaciones titulizadas son los llamados CRPAOs, emitidos bajo las leyes de New York y en dólares; en el segundo caso las obligaciones son RPI, emitidos bajo las leyes peruanas y en moneda local.

Para A&A una obligación directa de pago por parte del Estado, cuyo incumplimiento puede generar una cross default con otras obligaciones es más sólida que una obligación contingente, la cual está expuesta al riesgo de presupuestación en el futuro. Así, atributos más fuertes de las Obligaciones del estado asociados a APPs tienden a igualarse al Rating Soberano, mientras que atributos medios o débiles, implicarían una penalización, comúnmente de 1 a 2 notches (ver metodología de calificación de Obligaciones de Contraparte del Sector Público (OSP) en APPs).

Las OSP que han alcanzado un rating similar al rating soberano ha sido los CRPAOs, debido a que dichos instrumentos tienen atributos muy fuertes que a pesar de no ser una deuda pública, tienen la misma consecuencia de no pago de un bono soberano (un Juez de NY puede ordenar el embargo de la cuentas peruanas en el exterior ante el no pago de un CRPAO).

A&A ha observado que algunas obligaciones contingentes del estado tienen otro tipo de garantías. En este caso, el análisis de A&A es el siguiente: 1) Asignar una calificación a la primera fuente de pago; 2) evaluar las mejoras crediticias que pueda tener dicha obligación (ejem. Fideicomiso de Flujos), a fin de dar un Rating ajustado; 3) Calificar la obligación contingente del Estado.

La calificación que finalmente se otorgará a las OSP será la mayor entre la obtenida en el punto 1 (ó 2 de ser el caso) y el punto 3.

En la siguiente tabla, se realiza un resumen de los principales atributos de cada instrumento y el *notching* aplicado desde el rating soberano:

Instrumento	Bono Soberano	CRPAO	RPICAO
	Nota negociable	Nota Negociable	Obligación Contractual bajo el Contrato Conceción
Tipo de obligación Soberana	Deuda Externa  Obligación directa de pago del estado de inmediata ejecución	Obligación Directa  Obligación directa de pago del estado de inmediata ejecución	Garantía Contingente  Obligación incondicional, irrevocable del gobierno, que se paga despues de haberse presupuestado
Moneda	Dólares	Dólares	Soles
Deudor Directo	MEF  No existe un ingreso asociado	MTC  No existe un ingreso asociado	Fuente Externa  Sedapal: Recaudación Tarifas de Servicio Agua
Pliego que se Presupuesta	MEF	MTC	MVC
Deuda Registrada en Balance del Estado	100%	VPN CRPAOs emitidos (sugerido FMI)	Se registra como deuda sólo el monto probable de ejecución
Cross Default	Si	Si entre CRPAOs	No
Regimen Legal	Sistema Nacional Endeuda.	Sistema Nacional Endeuda.	Sistema Nacional de Presupuesto
Monto Anual Presupuestado	100% de la obligación anual	100% de la obligación anual	Monto estimado shortfall
Ley Aplicable	NY	NY	Peruana
Transacciones		IIRSAs	Huascacocha, Taboada, La Chira
Notching del Soberano (garantía)	0	0	-1

## II. Entendiendo los Financiamientos Estructurados asociados a los Proyectos de Agua.

La estructura consiste en la titulización de los pagos futuros que la Contraparte del Sector Público hará por la construcción de la Infraestructura Pública. En este tipo de operaciones, los financiadores no están expuestos al riesgo de construcción u operación del proyecto. En estas operaciones, el íntegro del servicio de deuda de los bonos está respaldado en primer lugar por el pago irrevocable e incondicional de Sedapal, y como segunda fuente los pagos del estado a través de la ejecución de la garantía contingente, que cubre cualquier *shortfall* en el pago de Sedapal.

Las Notas estructuradas (o bonos) que financiaron la construcción de los Proyectos Huascacocha y Taboada, clasificadas por A&A fueron emitidas bajo Reg/s ley de Nueva York en moneda local, pero adquiridas 100% por inversionistas locales.

Las Notas además del riesgo de contraparte del Sector Público, están expuestos a un riesgo de descalce de inflación. Es decir mientras los activos (RPI) se indexan al IPM, cada vez que se acumule un inflación > a 3.0%; los pasivos (Notas) se indexan en forma diaria con el IPC. La estructura contempla una cuenta de reserva para cubrir estos descalces. Sin embargo, no se puede garantizar al 100% que la cuenta de reserva será suficiente para cubrir este riesgo de descalce.

Dado que no existe metodología para estimar con certeza este riesgo, y que el rating es una opinión sobre la capacidad de pagar el capital e intereses en los plazos pactados, la estructura contempló como una de las condiciones de la emisión que el No Pago del VAC no constituye un *evento de default*, asumiendo este riesgo los inversionistas. No obstante, la Clasificadora esperaría que la cuenta de reserva sea un monto que cubra holgadamente la historia pasada.



**Contactos:**

(511) 444-5588

Johanna Izquierdo

[johannaizquierdo@aai.com.pe](mailto:johannaizquierdo@aai.com.pe)

Daniela Gallo

[danielagallo@aai.com.pe](mailto:danielagallo@aai.com.pe)

(\*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0% de sus ingresos totales del último año.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.