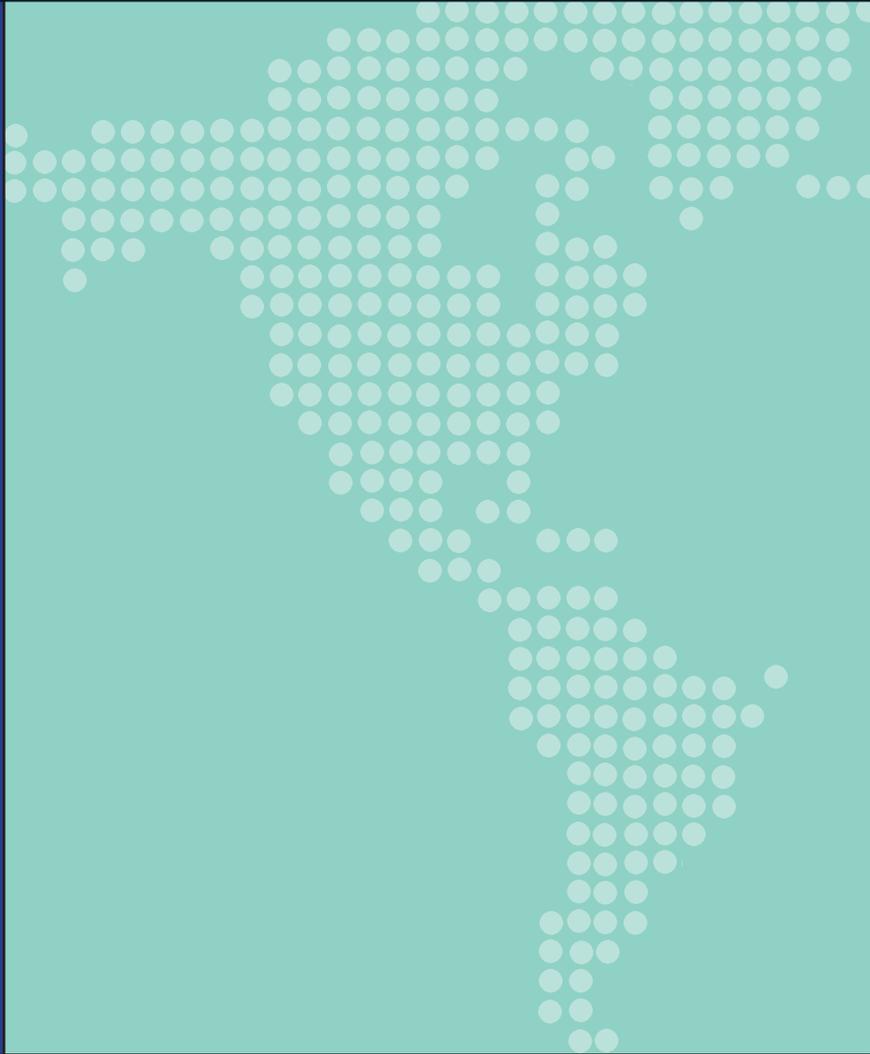




Project finance para proyectos de APP en el Perú:
evaluación tributaria, contable y financiera

Ana Reátegui
Isabel Carranza
Jean Pierre Galván
Gustin Gutiérrez



***Project finance* para proyectos de APP en el Perú:
evaluación tributaria, contable y financiera**

Ana Reátegui • Isabel Carranza • Jean Pierre Galván
Gustin Gutiérrez

**Project finance para proyectos de APP en el Perú:
evaluación tributaria, contable y financiera**

ISBN 978-612-4110-84-9

Serie Gerencia para el Desarrollo 71

ISSN de la serie: 2078-7979

© Ana Reátegui, Isabel Carranza, Jean Pierre Galván, Gustin Gutiérrez, 2018

© Universidad ESAN, 2018

Av. Alonso de Molina 1652, Surco, Lima-Perú

www.esan.edu.pe

esanediciones@esan.edu.pe

Primera edición

Lima, febrero del 2018

Tiraje: 80 ejemplares

Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú N.º 2018-04063

DIRECCIÓN EDITORIAL

Ada Ampuero

CORRECCIÓN TÉCNICA Y EDICIÓN

Juan Carlos Soto

CORRECCIÓN DE ESTILO

Carmen Salas

DISEÑO DE CARÁTULA

Alexander Forsyth

DISEÑO DE INTERIORES Y DIAGRAMACIÓN

Ana María Tessey

IMPRESIÓN

Quad/Graphics Perú S.A.

Av. Los Frutales 344, Urbanización El Artesano, Ate
Lima, Perú

Marzo del 2018

Impreso en el Perú / *Printed in Peru*

Publicado: marzo del 2018

Índice

Introducción	11
Capítulo 1. Marco conceptual sobre el <i>project finance</i>	15
1. Orígenes del <i>project finance</i>	15
2. Experiencia comparativa en países de Latinoamérica	17
2.1. Estabilidad jurídica para las inversiones	19
2.2. Régimen de expropiación de terrenos	22
2.3. Aplicación práctica de la expropiación	27
2.4. Problemática de la liberación de terrenos y la expropiación	31
3. El <i>project finance</i> en el Perú	32
4. Rol del financiamiento tradicional	36
5. El <i>project finance</i> como una nueva alternativa de financiamiento	38
6. Características esenciales del <i>project finance</i>	44
7. <i>Stakeholders</i> en torno al <i>project finance</i>	45
7.1. La sociedad de propósito especial (SPE)	46
7.2. Promotores y socios	46
7.3. Asesores	47
7.4. Constructor y operador	48
7.5. Fiduciario	48
7.6. Entidades financiadoras	49
8. Los proyectos de asociación público privada (APP)	49
8.1. Definición de APP	52
8.2. Esquemas contractuales	53
Capítulo 2. Metodología de la investigación	57
1. Formulación de las preguntas	57

2. Objetivos de la investigación	58
3. Alcance de la investigación	58
4. Justificación y contribución	59
5. Descripción del diseño de la investigación	59
Capítulo 3. Principales riesgos del financiamiento a partir del <i>project finance</i>	61
1. Clasificación de los riesgos	62
1.1. Riesgo de diseño	62
1.2. Riesgo constructivo	62
1.3. Riesgo operacional	63
1.4. Riesgo de mercado	63
1.5. Riesgo social	64
1.6. Riesgo político-legal	64
2. Desarrollo de los principales riesgos en el proyecto Red Vial 6	65
2.1. Riesgos constructivos en el proyecto Red Vial 6	72
2.2. Riesgo de demanda como principal riesgo operacional en el proyecto Red Vial 6	76
2.3. Riesgo geológico en el proyecto Red Vial 6	79
2.4. Riesgo de competencia como principal riesgo político-legal en el proyecto Red Vial 6	81
2.5. Riesgo de «bancabilidad» en el proyecto Red Vial 6	82
3. Matriz de riesgos del proyecto Red Vial 6	83
Capítulo 4. Aspectos tributarios y contables	103
1. Consideraciones fiscales para proyectos de inversión en el Perú	104
1.1. Impuesto a la renta (IR)	106
1.2. Impuesto general a las ventas (IGV)	109
1.3. Impuesto selectivo al consumo (ISC)	112
1.4. Impuesto predial	114
2. Aplicación tributaria en las APP	115
2.1. Impacto del impuesto a la renta en proyectos de APP	116
2.2. Impacto del impuesto general a las ventas en proyectos de APP	120
2.3. Impacto del impuesto selectivo al consumo en proyectos de APP	123

2.4. Impacto del impuesto predial en proyectos de APP	124
3. Tratamiento tributario de la SPE	125
4. Beneficios fiscales en las APP	126
4.1. Régimen especial de recuperación anticipada del IGV	126
4.2. Reintegro tributario del IGV	128
4.3. Convenios de estabilidad jurídica (CEJ)	129
4.4. Promoción de la inversión en la Amazonía del Perú (Ley 20737)	132
5. Resumen de los beneficios tributarios para proyectos de inversión de APP	135
6. Normas contables internacionales para el <i>project finance</i>	136
7. La información contable y los proyectos de inversión de APP	137
8. Situación contable en el Perú	139
9. Consideraciones contables para proyectos de inversión bajo la modalidad APP	141
9.1. El estado de situación financiera	142
9.2. El estado de resultados	149
9.3. El estado de flujo de efectivo	150
9.4. Información contable a revelar en un contrato de concesión	150
10. Criterio de consolidación de la SPE	151
Capítulo 5. Aspectos financieros y casos prácticos de <i>project finance</i>	153
1. El costo anual uniforme equivalente (CAUE)	154
2. El valor actual neto (VAN)	154
3. La tasa interna de retorno (TIR)	156
4. El cálculo del costo de capital a partir del WACC y CAPM	156
5. El índice de rentabilidad sobre los activos (ROA)	157
6. El índice de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)	157
7. El valor económico agregado (EVA)	158
8. Casos prácticos de <i>project finance</i> en un proyecto vial	159
8.1. Cálculo de los principales indicadores de rentabilidad para el proyecto vial	161
8.2. El proyecto vial con el ingreso mínimo garantizado (IMAG)	166
8.3. El proyecto vial con IMAG y riesgo geológico no previsto	166
8.4. El proyecto vial con IMAG e incremento de la tasa de Impuesto a la Renta	166

Conclusiones generales y recomendaciones	171
Bibliografía	175
Anexos	185
1. Número de proyectos de APP y monto de inversiones en países de Latinoamérica	187
2. Evolución de la inversión privada en el Perú entre 1992 y 2016 (en millones de dólares)	188
3. Montos de inversión de los proyectos adjudicados bajo la modalidad de APP en diferentes sectores económicos del Perú entre el 2011 y 2016	189
4. Comparado de los convenios de estabilidad jurídica (CEJ) suscritos con inversionistas (en dólares)	191
Sobre los autores	193

Introducción

Todas las organizaciones en el mundo requieren recursos económicos para desarrollar sus actividades cotidianas, refinanciar deudas o iniciar nuevos proyectos para incursionar en distintos negocios. Para obtener el financiamiento, dichos agentes económicos evalúan cuál es el tipo de apalancamiento óptimo.

Conforme lo menciona un especialista en inversiones, en la actualidad, el financiamiento bancario denominado tradicional constituye una fuente de recursos económicos, principalmente de corto plazo, respaldado con los activos o el patrimonio de la empresa, que debe sustentar el récord crediticio a lo largo de su actividad comercial. Dentro de este financiamiento, las empresas cuentan con créditos corporativos, cartas de crédito, descuentos, emisión de bonos, *leasing*, *confirming*, entre otros instrumentos.

Sin embargo, como las entidades bancarias otorgan créditos sobre procedimientos regulados, con plazos y tasas predeterminadas según los protocolos internos de cada entidad financiera, los proyectos de inversión promovidos por empresas sin historial financiero, que solo se sustentan en sus flujos futuros, tienen muchas dificultades para desarrollarse. Entre las causas de dichas dificultades se encuentran: la falta de aprobación crediticia y esquemas de financiamiento, sobre todo de largo plazo y de gran inversión, que no se ajustan a los estándares bancarios tradicionales.

Ante esta ineficiencia del financiamiento tradicional, el presente trabajo de investigación trata sobre una nueva herramienta o instrumento, que ha surgido como una alternativa más flexible de apalancamiento financiero, para los agentes económicos interesados en desarrollar un proyecto muy arriesgado o de gran inversión y de largo plazo, denominado *project finance*. Este se ha consolidado como una herramienta de financiamiento de proyectos de alto grado de inversión, cuyo sustento son los flujos de caja futuros, predecibles y cuantificables.

Asimismo, es importante resaltar que el *project finance* no es un contrato de crédito ni un contrato de inversión. Por el contrario, constituye un mecanismo de apalancamiento financiero para lograr la «bancabilidad», mediante una compleja estructura de contratos y obligaciones, de proyectos de inversión de largo plazo, con una mayor participación de las asociaciones público privadas (APP), y también de proyectos privados, como la explotación minera, líneas de transmisión eléctrica e incluso de explotación de hidrocarburos.

Por ello, el objetivo principal de este trabajo de investigación es sistematizar los principales aspectos tributarios, contables y financieros del *project finance* con el fin de contribuir en la toma de decisiones para la ejecución de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP, utilizando un esquema eficiente de financiamiento no tradicional. Si bien en el Perú existe suficiente experiencia y conocimiento de campo para desarrollar este tipo de proyectos de inversión, estos no se encuentran sistematizados.

La presente investigación consta de cinco capítulos. En el primero se presenta el marco conceptual sobre sus orígenes y su desarrollo, definiéndolo como una herramienta de financiamiento no tradicional y de corta experiencia en América Latina. Se resalta que el *project finance* no es un contrato ni, menos aún, un tipo de APP, sino una herramienta de financiamiento de proyectos de inversión que se solventa principalmente en sus flujos futuros. Además, se utiliza en el desarrollo de las APP, modalidades de proyectos de inversión donde, por lo general, el sector privado cuenta con un alto grado de especialización y conocimiento necesario para la ejecución de proyectos, a partir de una eficiente identificación y distribución de los riesgos vinculados al *project finance*.

En el segundo capítulo se describe el proceso metodológico utilizado: la formulación de las preguntas de la investigación, la descripción de los objetivos generales y específicos, y el alcance de la investigación; así como, su contribución. Por tal razón, se ha recopilado información mediante encuestas realizadas a especialistas sobre el desarrollo de proyectos en el Perú bajo la modalidad de APP que utilizan la herramienta del *project finance*. De esta manera, se ha evidenciado que los inversionistas, los estructuradores y los consultores, locales y extranjeros, no cuentan con guías que les permitan conocer los principales aspectos tributarios, contables y financieros del *project finance* para una correcta determinación, asignación y mitigación de riesgos con el fin de conseguir la «bancabilidad» de los proyectos de inversión.

Con la finalidad de comprender la evolución del *project finance* en la región y en el Perú, en el tercer capítulo, se presentan los principales riesgos en el financiamiento afrontados por esta herramienta, mediante un análisis comparativo de la gestión de los proyectos de inversión bajo la modalidad de APP, con el objetivo de determinar cómo el concepto puro del *project finance* se ha viabilizado y cuáles han sido sus principales dificultades para el desarrollo de este tipo de proyectos. Bajo una eficiente asignación de riesgos y la experiencia sistematizada de profesionales especializados, se detallará qué aspectos tributarios, contables y financieros deben tener especial atención por parte de los inversionistas, los estructuradores y los consultores en general para la esquematización y el manejo de los diferentes tipos de riesgos que enfrenta un *project finance* en los proyectos de APP, lo cual constituye un pilar en su estructura contractual.

En el cuarto capítulo se identifican y exponen los principales aspectos tributarios y contables que inciden en el *project finance*. Respecto de la normativa tributaria sobre proyectos de inversión bajo la modalidad de APP, esta se encuentra regulada solo en los artículos 19° y 22° del Texto Único Ordenado (TUO), aprobado mediante Decreto Supremo 059-96-PCM, referidos a convenios de estabilidad jurídica y al valor de la transferencia de los bienes al término de la concesión y su respectiva depreciación. Sin embargo, estos dos artículos no desarrollan en su totalidad la aplicación de los principales impuestos que afectan el *cash flow* en un proyecto de inversión bajo un esquema de *project finance*, tampoco mencionan los beneficios tributarios a los que dicho inversionista podría acceder. A diferencia de

los aspectos tributarios, el régimen contable sí cuenta con una normativa exclusiva emitida por la International Accounting Standards Board (IASB) para el tratamiento y la presentación de información financiera que la sociedad de propósito especial (SPE) debe aplicar cuando suscribe el contrato correspondiente y se sujeta a las obligaciones determinadas para la ejecución del *project finance* en un proyecto de APP.

Sobre la base de los dos aspectos analizados, tributario y contable, además de la aplicación de fórmulas de mitigación de riesgos que vulneran al *project finance* con el fin de lograr su «bancabilidad», en el quinto capítulo se examinan los aspectos financieros mediante un conjunto de indicadores y herramientas de evaluación financiera para los proyectos de inversión que utilizan el *project finance* bajo la modalidad de APP. Además de las estadísticas y la casuística tomadas en cuenta para el desarrollo del contenido cualitativo de la presente investigación, se desarrollan ejercicios prácticos con supuestos ficticios para evaluar el buen manejo de los indicadores de rentabilidad. Estos últimos constituyen una herramienta vital para los inversionistas interesados en comprender y evaluar, de manera más especializada, los beneficios y las debilidades de los proyectos de inversión que desean ejecutar.

Por último, se presentan las principales conclusiones y recomendaciones de la investigación. En virtud de lo analizado y desarrollado, se puede concluir que los proyectos de inversión bajo esquemas de APP desarrollados con la herramienta del *project finance* necesitan una eficiente asignación de riesgos, así como la identificación y aplicación de óptimos mecanismos de mitigación en caso estos se presenten, con la finalidad de asegurar la «bancabilidad» por parte de los acreedores permitidos.

1

Marco conceptual sobre el *project finance*

En este capítulo se presenta el marco conceptual sobre los orígenes y el desarrollo del *project finance* como una herramienta de financiamiento no tradicional y de corta experiencia en América Latina. Se resalta que no es un contrato ni, menos aún, un tipo de APP, sino una herramienta de financiamiento de proyectos de inversión solventada principalmente con sus flujos futuros.

1. Orígenes del *project finance*

Según lo investigado por Yescombe (2013), en un principio, la herramienta del *project finance* se utilizó en el sector de los recursos naturales y resaltaba la característica del flujo futuro de caja para la sostenibilidad del proyecto. En la década de 1880, por ejemplo, el banco francés Crédit Lyonnais otorgó financiamiento por medio de un esquema de *project finance* para el desarrollo de proyectos de hidrocarburos en la explotación de yacimientos de petróleo ubicados en Bakú, antigua Rusia, actualmente Azerbaiyán.

Con el paso del tiempo, se mejoraron las técnicas de otorgamiento de créditos en el desarrollo de proyectos de inversión del mismo rubro; como la experiencia de *project finance* en la explotación de los campos de petróleo de Texas, en la década de 1930 (Yescombe, 2013).

Asimismo, comenta que su implementación logró una mayor confianza en el sector financiero, sobre todo en el financiamiento de proyectos basados en los recursos naturales como los campos de petróleo del Mar del Norte (por los aumentos del precio del petróleo a partir de la década de 1970 en adelante), el gas natural y otros proyectos para la explotación de recursos naturales en Australia y varios países en desarrollo. También se utilizó en proyectos de infraestructura pública; por ejemplo, en el desarrollo del sistema vial inglés en el siglo XVIII y a inicios del siglo XIX, utilizándose fondos del sector privado sobre la base de los ingresos de un peaje.

Hasta principios del siglo XX, este esquema se extendió a los sistemas de ferrocarriles, servicio de agua y alcantarillado, gas natural, electricidad y sistema de telefonía, donde existía una cuota importante del sector privado apalancado con la captación de recursos por emisión de bonos.

Esta creciente inclinación al desarrollo de proyectos de inversión de interés público, vía mecanismos alternativos a los procesos tradicionales para el desarrollo de servicios públicos o la construcción y gestión de infraestructura pública, permitió evidenciar las ventajas y las facilidades que ofrece el *project finance* bajo marcos regulatorios sólidos (políticas, leyes y normativas), tendientes a promover la asociación entre el Estado y el inversionista privado.

Como consecuencia, a principios de la década de 1990, el *project finance* fue promovido para desarrollar proyectos con financiamiento privado vía iniciativas privadas (*unsolicited proposals*) con participación del Estado: por ejemplo, en el Reino Unido se desarrolló un *private finance initiative* en el año 1992, durante el mandato del primer ministro John Major, perteneciente al Partido Conservador.

Sobre la base de los modelos conservadores, dichos esquemas contemplaban un conjunto de actividades de diseño, financiamiento, construcción y administración de proyectos viales y proyectos de transporte público, con un plazo contractual promedio de 25 años y, así, asegurar la «bancabilidad» y recuperación de la inversión. Años después, también se utilizaron estos esquemas para la construcción de centros de salud y otras obras de infraestructura para el Sistema Nacional de Salud (National Health Service-NHS).

Las experiencias investigadas por Yescombe (2013) permiten concluir que el *project finance* es el método más adecuado de financiamiento a largo plazo para proyectos de capital intensivo, donde la inversión apalancada tiene un flujo de caja relativamente predecible.

Yescombe (2013) concluye, además, que el continuo mejoramiento del *project finance* y de su estructuración han desempeñado un papel importante en la modernización de los mecanismos necesarios para la provisión de los fondos requeridos en el desarrollo de proyectos de inversión a largo plazo.

Cabe indicar que de la revisión de la estadística internacional actual, los *project finance* relacionados con la energía (petróleo, electricidad y gas) representan alrededor del 35% del total financiado por este método; mientras que las infraestructuras, un 25% adicional (Casanovas, 2016).

2. Experiencia comparativa en países de Latinoamérica

Por el éxito logrado en países desarrollados y la flexibilidad de su utilización en cualquier rubro de la economía, se generó un alto interés en América Latina por la implementación de la herramienta del *project finance* en el desarrollo de proyectos de inversión público privada (ver anexo 1).

La situación económica particular de cada localidad y la existencia de retraso, por el contexto político, en algunos países han hecho que dicha implementación haya sido progresiva. Además, las experiencias negativas con la privatización de activos del Estado han confundido la lógica del *project finance* con otros esquemas de financiamiento o, peor aún, con mecanismos de desarrollo de proyectos sin un correcto planeamiento o promoción.

Tras la consulta a un especialista en economía, resalta que, a pesar de los casos exitosos en el Perú, la utilización del *project finance* no se encuentra muy difundida en comparación con otros países de la región: «Lamentablemente, el Perú aún se encuentra rezagado en su desarrollo».

Por tal motivo, se revisaron las estadísticas en países con similar economía en el desarrollo de proyectos de inversión público privada que utilizaron el *project finance*, en los primeros años del siglo XXI, con el fin

de determinar qué sectores de la economía latinoamericana empezaron a confiar en esta herramienta de financiamiento.

Según la información mostrada por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID, 2003), los sectores donde se ha invertido más en proyectos de infraestructura, utilizándose un esquema de *project finance*, son: energía y telecomunicaciones, y transportes y saneamiento.

En la figura 1.1 se aprecia que, para el año 2003, el Perú era un país con mayor inversión en proyectos de infraestructura en el sector telecomunicaciones bajo un esquema de *project finance*; mientras que Colombia incentivó, en mayor medida, la inversión en proyectos de energía.

De otro lado, de la revisión de la legislación comparada se puede observar que, en los últimos años, el *project finance* en América Latina ha incorporado diversos mecanismos que despiertan mayor interés en el sector privado para el desarrollo de proyectos de inversión. También se ha identificado una de las mayores problemáticas en un esquema de *project finance*: las expropiaciones.

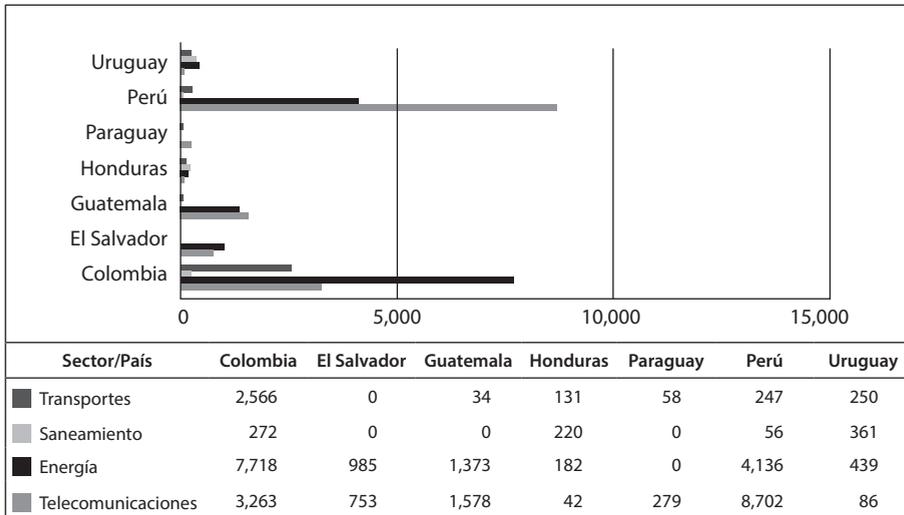


Figura 1.1. Inversión privada en proyectos de infraestructura (en millones de dólares)

Fuente: IADB, 2013.

En la presente investigación, nos enfocaremos principalmente en el desarrollo de los siguientes temas: los alcances de la estabilidad jurídica y económica, la regulación aplicable a la figura de la expropiación de cada país analizado y la aplicación práctica de la expropiación en los últimos años en dichos países.

2.1. Estabilidad jurídica para las inversiones

Un elemento con gran influencia en la economía de un país es la inversión, tanto local como extranjera, pues contribuye a su crecimiento y desarrollo (ver anexo 2). Por tal motivo y con el fin que las inversiones alcancen de manera más segura el retorno proyectado, algunos países se han preocupado por establecer un marco legal con reglas de juego cuya vigencia se mantenga durante determinado tiempo.

Para tal efecto, se efectuará un análisis de la legislación de cada país en lo correspondiente a los convenios, los acuerdos y los requisitos que se deben cumplir para entrar en un régimen de estabilidad jurídica con el fin de recuperar la inversión, mediante convenios o contratos suscritos con el Estado de cada país. En adelante, a estos últimos se les denominará, de manera genérica, «Contratos de estabilidad jurídica» o CEJ.

Como en Latinoamérica no existen muchos países que utilicen los CEJ como mecanismo de atracción de inversión, se ha tomado en cuenta otros países, como Ecuador y Chile, donde la legislación permite a los inversionistas solicitar y acceder a la protección de sus inversiones, en el marco de la interacción público privada.

a) Chile

En este caso, la figura de los CEJ surge con la emisión del Decreto Ley 600 del año 1974. En vista de que sufrió varias modificaciones, fue compilado mediante el Decreto Ley 523 del año 1993, derogado con el Decreto Ley 600, y complementado con la Ley 20026 del 27 de mayo de 2005 y la Ley 20097 del 8 de abril de 2006.

De acuerdo con las normas chilenas, los inversionistas podrán gozar de un régimen de invariabilidad con una tasa del 42% como carga impositiva

efectiva total a la renta, por un plazo de 10 años (15 años para proyectos mineros con montos de inversión superiores a 50 millones de dólares), desde el inicio de la puesta en marcha. Cabe señalar también que Chile fue el primer país de América Latina en implementar este régimen especial.

b) Ecuador

El tratamiento legal de los CEJ se encontraba recogido en el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones (COPCI) hasta el 29 de diciembre de 2015. Luego, se aprobó la Ley Orgánica de Incentivos para las Asociaciones Público Privadas y la Inversión Extranjera (Ley de APP) por registro oficial 652.

La Ley de APP ecuatoriana traduce la estabilidad tributaria en un beneficio al sector privado vía una exoneración del impuesto a la renta por 10 años. Este plazo rige a partir del primer ejercicio fiscal en el que generen ingresos operacionales establecidos dentro del contrato de APP. Asimismo, contempla una exoneración similar al impuesto de salida de divisas, sin tomar en consideración el domicilio del sujeto receptor del pago.

c) El Salvador

En este país, los inversionistas nacionales y extranjeros tienen la posibilidad de suscribir CEJ, según la calificación descrita en los artículos 2° y 6° del Decreto 905. El mecanismo es el siguiente: por medio de este dispositivo legal, el Ministerio de Economía (Minec), previa resolución favorable del Organismo Promotor de Exportaciones e Inversiones de El Salvador (Proesa), suscribirá un CEJ con los inversionistas para que estos realicen inversiones mínimas escalonadas (1,040,652, 5,203,260 y 10,406,520 dólares).

Asimismo, de la revisión de la página web de Proesa (2017a), se puede evidenciar que El Salvador ya se encuentra en una etapa posterior a la estructuración legal e institucional que propicia el desarrollo de proyectos de inversión privada a partir de la modalidad de APP.

Por ello, corresponde mencionar que a la fecha de cierre de la presente investigación y análisis de este acápite, ya se han suscrito algunos contratos de participación o asociación público privada que se pueden ver en Proesa (2017b).

d) Honduras

Los inversionistas que realicen inversiones superiores a dos millones de dólares podrán solicitar la firma de un CEJ que garantiza la imposibilidad del incremento o de la aplicación de nuevos impuestos hasta el término de su vigencia.

En el caso específico de proyectos que involucren APP, el monto mínimo de inversión requerido por la Ley de Promoción de APP (Decreto 143-2010) es de cinco millones de dólares o su equivalente en moneda nacional, con un plan calendarizado de inversión de dichos recursos (Secretaría de Finanzas, 2011, art. 31). Para acogerse a los beneficios que otorgan los CEJ, se deberá acudir a la Secretaría Ejecutiva del Consejo Nacional de Inversiones (CNI).

e) Perú

En el caso del Perú, los inversionistas nacionales y extranjeros pueden celebrar CEJ con fuerza de ley (es decir, no pueden ser modificados o dejados sin efecto de modo unilateral por el Estado peruano), para lo cual deberán comprometerse a efectuar inversiones vía aportes dinerarios por un monto que no sea inferior a diez millones de dólares para los sectores de minería e hidrocarburos, y no menor a cinco millones de dólares para los demás sectores.

Conforme a lo establecido en el Decreto Legislativo 662, los CEJ garantizan los siguientes derechos: estabilidad del régimen tributario, del régimen de libre disponibilidad de divisas, entre los principales. Este tipo de convenios se extiende durante la vigencia del contrato de APP; mientras que para el régimen general, es decir para contratos que no califican como APP, el plazo del CEJ es de 10 años.

f) Colombia

Hasta el año 2012 se mantenía vigente la Ley de Estabilidad Jurídica para los Inversionistas (Ley 963), norma que buscaba garantizar a los inversionistas la suscripción de los CEJ. Sin embargo, dicha ley fue derogada mediante la Ley 1607; que aprobó normas especiales en materia tributaria y eliminó convenios del marco legal vigente colombiano.

En la actualidad, la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), organismo público tributario colombiano, continúa pronunciándose sobre los alcances de los CEJ ya suscritos y sus implicancias tributarias, en el sentido de la imposibilidad de aplicar algún impuesto nuevo establecido durante su vigencia.

g) Uruguay

Si bien la Ley 16.906 establece que el Estado, bajo responsabilidad de daños y perjuicios, asegura a los inversionistas las exoneraciones tributarias, los beneficios y los derechos reconocidos en la ley, a la fecha de elaboración de la presente investigación no existe en este país una regulación específica para los CEJ.

2.2. Régimen de expropiación de terrenos

Los países analizados reconocen en su respectiva legislación el derecho de propiedad de los inversionistas nacionales y extranjeros. No obstante, como se verá en la presente sección, este derecho no es absoluto y, en algunos casos, la regulación sobre su ejercicio y/o pérdida se encuentra expresamente normada. Las normas con rango de ley o con rango supra-legal —como la Constitución de cada país— pueden limitar el ejercicio del derecho de propiedad.

Así, las disposiciones legales y constitucionales limitan este derecho de propiedad a partir del mecanismo de la expropiación. La figura legal de la expropiación comprende, como definición, todo acto mediante el cual la Administración pública de un determinado Estado o el Parlamento, con facultades legislativas, en virtud de un interés social o de utilidad pública, *efectúa una transferencia forzosa de la propiedad privada* de algún particular, sea nacional o extranjero, para convertirla en propiedad del Estado y destinarla a alguna finalidad de interés público (Sunat, 2015, p. 1). A cambio de esta acción forzosa, el Estado deberá indemnizar al particular afectado, por el perjuicio o detrimento causado, vía un justiprecio correspondiente.

a) El Salvador

En este país, el Estado se encuentra facultado, por medio del Decreto 033 - Ley de Expropiación y de Ocupación de Bienes por el Estado, a utilizar

la herramienta de la expropiación por causas públicas o interés social legalmente comprobados, debiendo corresponder una justa indemnización. De ser la expropiación motivada por causas provenientes de guerra, de calamidad pública o cuando tenga por objeto el aprovisionamiento de agua o de energía eléctrica, la construcción de carreteras, camino o vías públicas de cualquier clase, la indemnización podrá ser posterior. Asimismo, cuando lo justifique el monto de la indemnización, el pago podrá hacerse a plazos.

Según lo establecido en dicha ley, aplicable al procedimiento de expropiación a seguir, se exige al interesado en la expropiación intentar previamente llegar a un arreglo con el propietario sobre el precio que deberá pagarse, dentro de un plazo prudencial, sin perjuicio de los fines perseguidos. De no llegar a un acuerdo, se procederá con la expropiación forzosa y la indemnización aplicable.

En este último supuesto, la solicitud de expropiación será dirigida al Supremo Poder Ejecutivo por el órgano del Ministerio de Gobernación, quien evaluará si la obra se encuentra comprendida dentro de los términos de utilidad pública¹, para luego efectuar una solicitud al juez que corresponda. El juez competente se pronunciará sobre la necesidad de ocupación de todo o parte de los bienes afectos. De ser procedente, el Poder Ejecutivo expedirá y publicará el Decreto de Expropiación para su ejecución.

b) Guatemala

El derecho de propiedad se encuentra limitado por causas de utilidad colectiva, beneficio o interés social debidamente comprobados, en cuyos casos el Estado guatemalteco podrá expropiar, de manera directa o indirecta, una inversión o predio. De conformidad con lo establecido en la Ley de Expropiación (Decreto 529), cualquier medida tendiente a una expropiación deberá efectuarse mediante indemnización previa y efectiva.

1. Cabe precisar que según lo establecido en el Decreto 033, el concepto de utilidad pública comprende «las obras o trabajos que se necesiten para la prestación de cualquier servicio público, ya sean costeados por el Estado [...] o por empresas particulares [...]» (artículo 2); tal es el caso de: carreteras, vías férreas, obras para abastecimiento de aguas a poblaciones, colegios, entre otros.

De esta manera, la expropiación se podrá ejecutar cuando se trate de bienes necesarios para llevar a cabo obras de interés nacional (sobre la porción del terreno necesario). En tanto se declare de utilidad o necesidad pública dicho activo, el Estado podrá adquirir el bien afecto de manera directa al propietario, cumpliendo con los requisitos legales² (como la manifestación positiva del propietario acerca de la suma indemnizatoria).

c) México

Conforme a lo dispuesto en la Ley de Expropiación de 1936, en este país solo se puede expropiar por causas de utilidad pública y mediante indemnización. Según la norma, la realización de un proyecto de APP es considerado como una causa de utilidad pública, acreditando de esta manera el requisito antes mencionado, previo dictamen de la dependencia o entidad que demuestre la factibilidad técnica y rentabilidad social del proyecto.

De esta manera, la Secretaría de Estado competente emitirá la declaratoria de utilidad pública para la convocatoria de una audiencia pública³. Luego de un procedimiento de sustentación y emitida la declaratoria de utilidad pública⁴, el Ejecutivo Federal decretará la expropiación correspondiente y el monto de indemnización fijado por el Instituto de Administración y Avalúos de Bienes Nacionales.

d) Honduras

En este país se maneja un proceso similar al de Guatemala. Conforme a lo dispuesto en la Ley de Expropiación Forzosa aprobada mediante el Decreto 113, el Estado solo puede ejecutar una expropiación mediante el pago de una indemnización justipreciada al contado para el desarrollo de obras de utili-

2. Si ambos llegaran a un acuerdo se procederá a otorgar la escritura traslativa correspondiente. En caso contrario, el tribunal competente será el encargado de fijar el monto, previa conformidad de la autoridad fiscalizadora para casos de contratistas o concesionarios de servicios públicos.
3. Esta declaratoria se publicará en el diario oficial y se notificará a los propietarios de los bienes y derechos que resultarían afectados.
4. Dicha resolución no podrá ser impugnada por algún recurso administrativo, pero sí mediante un juicio de amparo.

dad y necesidad pública, cuyo «objeto principal y directo sea proporcionar al Estado [...] usos o mejoras que [generen un] bien general» (artículo 2).

La expropiación tiene carácter *ex lege* (se aprueba por Ley), cuyo dispositivo legal debe acreditar el interés público⁵ y que se efectúe una audiencia pública con el propietario dentro de un procedimiento sumario. Según el artículo 10, la iniciativa de expropiación se hará por medio del Fiscal General de Hacienda (cuando la obra sea de interés nacional o departamental), por los síndicos municipales o por el representante de una compañía (para el caso de las obras de menor jerarquía).

e) Perú

En el caso peruano, la legislación establece que el derecho de propiedad debe ser ejercido en armonía con el bien común y dentro de los límites de la ley. El Estado podrá desconocer su ejercicio, exclusivamente, por causas de seguridad nacional o necesidad pública declarada por ley y previo pago en efectivo de la indemnización justipreciada. Esta última incluirá una compensación por el eventual perjuicio⁶.

Conforme lo establecido en el Decreto Legislativo 1192, el Estado identifica los predios, efectúa su tasación y envía una Carta de Intención de Adquisición al propietario con el fin de llegar a un acuerdo; caso contrario, se considerará rechazada la oferta y se dará inicio al proceso de expropiación. Dicho proceso involucra la emisión de una resolución que apruebe la ejecución del bien inmueble y el valor de la tasación. Luego de publicada y notificada la resolución, el registrador inscribirá la expropiación en los Registros Públicos.

5. Para el caso de intereses de carácter nacional o departamental, la expropiación deberá ser declarada por el Poder Ejecutivo, mientras que cuando sea de interés local deberá ser declarada por la municipalidad, con aprobación del Consejo Departamental (artículo 8).
6. De acuerdo con lo establecido en el Decreto Legislativo 1192, las obras de infraestructura califican como interés público, por lo que en esos casos podrá realizarse la expropiación de inmuebles. Es importante precisar que obra de infraestructura «comprende la ejecución de proyectos de inversión pública, asociaciones público privadas y aquellos mecanismos de promoción de la inversión privada creados o por crearse» (artículo 4.8).

f) Colombia

En Colombia se encuentra vigente un mecanismo de expropiación similar al peruano, sustentado en motivos de utilidad pública o interés social (relacionados con la ejecución y/o desarrollo de proyectos de infraestructura de transporte). Se requiere la emisión de una sentencia judicial con indemnización previa, salvo en casos de guerra para la ocupación temporal.

De esta manera, conforme a lo establecido en la Ley 1682 de 2013, «la entidad [promotora] responsable del proyecto de infraestructura deberá inscribir las afectaciones en el respectivo folio de la matrícula inmobiliaria de los predios requeridos» (artículo 20), para luego declarar la expropiación judicial de pleno derecho con fuerza ejecutoria y ejecutiva, cuyo cumplimiento puede ser exigido judicialmente.

g) Uruguay

De igual manera, en Uruguay, el derecho de propiedad no puede ser desconocido y se encuentra protegido legalmente, salvo por razones de interés general. Según la Ley de Expropiación de Bienes Raíces (Ley 3958), se requiere sustentar las razones de la necesidad pública y los montos de indemnización a favor de los propietarios afectados. Para tal efecto, en cada caso deberá constar de: (i) una «resolución legislativa que dé causa a la expropiación, ordenando o autorizando la construcción de obras, adquisición de terrenos o edificios destinados a objetos de utilidad pública», y (ii) «un decreto del Poder Ejecutivo designando las propiedades a que el derecho de expropiación sea aplicable [...]» (artículo 3).

En los casos de expropiación, el Estado efectuará un levantamiento de información y estudio de predios afectados, de manera que se notifique la decisión de expropiación a los propietarios y se publiquen los edictos correspondientes. Luego de un proceso de sustentación, se fijará el trazado definitivo de la obra y la tasación correspondiente de los terrenos, para finalmente efectuar las ofertas a los propietarios. En caso de no aceptarlas, el juez competente podrá fijar el importe de indemnización para proceder con la expropiación de terrenos.

h) Paraguay

Este país presenta un escenario similar a los anteriormente expuestos. El Estado paraguayo también garantiza el derecho de propiedad para las inversiones nacionales y extranjeras, sin ninguna otra limitación que las establecidas en la Constitución y las leyes. Una de dichas limitaciones es la posibilidad de decretar la expropiación de terrenos por causas de utilidad pública o de interés social, determinada por ley y establecido el pago de la justa indemnización, ya sea de manera convencional o por sentencia judicial.

Paraguay, a diferencia de los demás países, no cuenta con una ley general de expropiaciones, sino con una ley que regula las expropiaciones e indemnizaciones, Ley 5389 de 2014, en caso se den sobre inmuebles comprendidos en las áreas destinadas a la franja de dominio público de obras de infraestructura a cargo del Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones (MOPC) (artículo 1). Dicha entidad actuará como organismo promotor del proceso de expropiación, salvo que el propietario no se encuentre de acuerdo con el monto de la indemnización, en cuyo caso deberá ser dictada por el juez competente.

2.3. Aplicación práctica de la expropiación

En esta sección final, daremos a conocer las experiencias de cada país analizado y el impacto de la labor estatal frente a las obligaciones contractuales de liberación y/o expropiación de terrenos, previamente identificados y necesarios para el desarrollo de proyectos de inversión (en particular, de APP).

a) El Salvador

Es el país más pequeño y densamente poblado de la región caribeña. Ello constituye una de las razones del interés del Estado en invertir en su déficit de infraestructura de transporte. Gracias a la cooperación de la Corporación Reto del Milenio de los Estados Unidos, El Salvador ha puesto en marcha nuevos proyectos para el año 2015.

Dada su falta de experiencia, El Salvador no ha tenido éxito en la promoción del proyecto Puerto La Unión (cancelado por falta de interés

y constantes retrasos). Para evitar que esa situación se repita, los estudios técnicos, prediales (incluyendo la identificación de predios a ser expropiados) y financieros de otros proyectos, como la expansión del Aeropuerto Internacional de El Salvador, se están elaborando dentro de los plazos previstos para evitar desinterés por parte de los potenciales inversionistas.

b) Guatemala

Como parte de las experiencias exitosas en APP, en este país resaltan dos proyectos, donde el proceso de expropiaciones de terrenos privados tuvo una especial importancia en su ejecución. El primero es el proyecto integral de la carretera Franja Transversal del Norte (que conectará los departamentos del norte del país: Izabal, Alta Verapaz, Quiché y Huehuetenango), con una inversión estimada de 600 millones de dólares, comprende el diseño, la construcción y la explotación durante 20 años. Aquí, el concesionario asume la responsabilidad de la adquisición y el pago de las tierras, vía expropiación.

El segundo, el proyecto vial Anillo Metropolitano para el sur de Guatemala (luego se le denominó Anillo Regional) pretendía la construcción de una carretera de circunvalación de 103 km con cuatro carriles. Lamentablemente, por falta de estudios (tanto de ingeniería como de terrenos a ser expropiados) no puede ser suscrito el contrato de concesión. En la actualidad, la necesidad pública de transporte y conexión geográfica está siendo satisfecha de manera parcial por la construcción del proyecto denominado Vía Alternativa del Sur-VAS, de 75 millones de dólares, con cuatro carriles. Su finalización estuvo prevista para junio de 2016, integrándose al Anillo Metropolitano (aún en estudios).

c) Honduras

Se pueden citar dos proyectos exitosos, como parte de las experiencias en APP, donde el proceso de expropiaciones de terrenos privados involucró una etapa importante en la consecución de plazos para su ejecución. El primero de ellos se refiere al Corredor Turístico El Progreso-Tela y Tramos San Pedro de Sula-El Progreso y La Barca-El Progreso, adjudicado a Autopistas del Atlántico (Adasa), consorcio integrado por Prodecon (desarrollador local) y la constructora colombiana Grodco, con cierre financiero obtenido

con la banca estadounidense JP Morgan para una inversión estimada de 269 millones de dólares, junto con el banco local FICOHSA y la Corporación Interamericana para el Financiamiento de Infraestructura (CIFI).

Otro caso de éxito es el proyecto Corredor Logístico Goascorán-Villa de San Antonio, Tegucigalpa-Villa de Antonio-San Pedro Sula-Puerto Cortés, concesión vial que consta de una inversión referencial de 125 millones de dólares para una longitud de 393 km de carretera, operada durante un plazo de 20 años. Dicho proyecto fue adjudicado al consorcio conformado por Hidalgo e Hidalgo y CASA, bajo un financiamiento colaborado por un banco local y la Corporación Financiera Internacional (IFC).

d) México

En este país resalta el caso del proyecto APP El Zapotillo, para la construcción de un acueducto de 139 km, una planta de tratamiento de agua, un tanque de almacenamiento y dos plantas de bombeo, mediante un contrato DBFO (*Design Build Finance Own*) por un plazo de 25 años, el cual se encuentra financiado por el banco local de desarrollo Banobras y el Fondo Nacional de Infraestructura (Fonadin). Este proyecto tuvo un retraso en la obtención del cierre financiero por problemas de expropiación de tierras.

Por otro lado se encuentra el proyecto Atizapán-Atlacomulco, adjudicado a la filial de una compañía de infraestructura española, OHL México, que ha tenido algunos problemas para refinanciar un préstamo puente de 300 millones de dólares con la Organización de Proyectos de Infraestructura (OPI). A pesar de ello, las obligaciones de adquisición de terrenos vía expropiaciones se han cumplido de manera oportuna, por el correcto planeamiento urbano del proyecto.

e) Perú

Los expertos aseguran que junto con Brasil y Chile, el Perú es uno de los principales mercados de APP en América Latina, con más experiencia en la promoción de la inversión privada en infraestructura de los países más ricos y más grandes de la región, como México y Colombia. Asimismo, inversores como FCC de España y Odebrecht con Invepar de Brasil consideran que el Perú es uno de los países más atractivos de la región por su sistema

flexible de financiación de proyectos, relativa apertura de sus mercados de capitales y su tasa saludable de crecimiento económico.

Sin embargo, a pesar de la vasta experiencia en el desarrollo de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP desde la década de 1990, el proceso de expropiación de terrenos sigue siendo un aspecto que, en la actualidad, implica retrasos en su consecución. Como ejemplos se puede mencionar la construcción de la segunda pista de aterrizaje del Aeropuerto Jorge Chávez, a cargo del concesionario Lima Airport Partners (LAP), debido a la demora en la entrega de terrenos por parte del Estado o el proyecto Vía Parque Rímac, que ha tenido problemas en el proceso expropiatorio de los inmuebles requeridos para la ampliación de la autopista.

f) Uruguay

El régimen de expropiación de terrenos también dificulta la labor estatal para el desarrollo de proyecto de inversión y proyectos de interés social. Hasta hace algunos meses, el Gobierno uruguayo mantenía una disputa legal por la expropiación de 200 hectáreas de campo de la estancia El Hervidero, donde se habría levantado en 1815 el cuartel de Artigas y la Villa de Purificación. Pese a que la expropiación del territorio identificado fue decretada en el año 2011 y el Gobierno tuvo total intención de ejecutarlo, no pudo concretarse y solo se consiguió que el propietario done una parcela para la ejecución del proyecto turístico.

Otro caso de discusión es el relacionado con el proyecto normativo impulsado por el frente político Unidad Popular (UP) en el parlamento uruguayo, el cual plantea constituir un Plan Nacional Expropiatorio de terrenos públicos y privados para la ejecución de proyectos inmobiliarios que doten de viviendas populares. En la actualidad, se encuentra en debate por la falta de una política de vivienda (*El País*, 2015, párr. 6).

g) Colombia

Los proyectos de inversión incluyen “Cronogramas de Adquisición de Predios”, a partir de los cuales los inversionistas proponen a la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), en calidad de concedente, el plan de adquisición de predios necesarios para su ejecución. Uno de los casos

viales más emblemáticos en Colombia es el proyecto de vía Perimetral de Oriente de Cundinamarca; este incluye un programa de adquisición de terrenos para que sean declarados de utilidad pública y, por tanto, requieran expropiación.

A fines del año 2015 la ANI, —sobre la base de la Ley 1682 del 2013, conocida como Ley de Infraestructura— adoptó medidas para reducir los plazos de adquisición de terrenos que califican para el desarrollo de proyectos de infraestructura, vivienda, agua, saneamiento básico y otros sectores (S&P Global Ratings, 2017, p. 3). Dicha norma fue aprobada con la finalidad de otorgar mayor celeridad a proyectos como la Segunda Ola de los proyectos viales de Cuarta Generación (4G) y el Aeropuerto de Barranquilla.

h) Paraguay

Si bien este país no cuenta con una ley especial regulatoria de los procedimientos de expropiación, las expropiaciones se ejecutan mediante un solo proceso general: la expedición de una ley del parlamento paraguayo. A fines del año pasado, se incluyeron numerosos predios en la promulgación de una ley especial de expropiación “masiva” para la ejecución de obras viales y de proyectos de infraestructura con financiamiento privado, impulsados por el Estado paraguayo, con créditos aprobados por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), por 51 y 70 millones de dólares.

Dentro del paquete de proyectos promovidos por el Estado paraguayo se mencionan: el Metrobús entre San Lorenzo y Asunción, plantas de tratamiento sanitario para una serie de localidades del interior y el predio para la instalación del Puerto de Pilar, además de los detallados en la Ley 5074. Por último, se debe señalar que el MOPC acaba de convocar su primer proyecto vial bajo la modalidad de APP, regulada por la nueva ley del año 2013, el cual involucra inmuebles expropiados.

2.4. Problemática de la liberación de terrenos y la expropiación

Habiendo identificado que la principal problemática en el desarrollo de proyectos de inversión que utilizan la herramienta del *project finance*, podemos mencionar que los aspectos relacionados con la liberación de terrenos y su expropiación para la consecución de proyectos, así como la ausencia de nor-

mas especiales que regulen los convenios de estabilidad jurídica de manera clara, afectan el impulso de las inversiones en los países latinoamericanos.

Al ser el Perú uno de los países con mayor avance en la normativa de desarrollo de proyectos de inversión que puedan utilizar la herramienta de *project finance*, es importante revisar cómo surgió la figura de este mecanismo de financiamiento en el país y su impacto en el desarrollo de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP.

También es importante analizar si la identificación, asignación y mitigación de riesgos se encuentran entre los principales componentes de la estructuración de proyectos de inversión en el Perú. Así como, si las expropiaciones constituyen un problema para el desarrollo de los proyectos.

3. El *project finance* en el Perú

Hacia inicios de la década de 1990, se llevaron a cabo diversas reformas previas al cambio de la Constitución Política de 1993, para corregir el enfoque de la promoción de la inversión privada que formaba parte de una política económica poco atractiva para el sector privado.

El paquete de reformas incluía el Decreto Legislativo 757, mediante el cual se aprobó la Ley Marco para el crecimiento de la inversión privada, con fecha 8 de noviembre de 1991. Esta ley impuso la pauta legal sobre la base de los principios económicos previstos en la actual Constitución Política, así como de otras importantes herramientas tributarias en favor del sector privado.

Dicha norma legal vigente resaltó la necesidad de consolidar un programa de reformas estructurales de la economía, necesarias para que el Estado pueda viabilizar, por medio de una norma con rango legal, las disposiciones imprescindibles para el crecimiento de la inversión privada en todos los sectores de la economía.

Parte del objetivo de esta norma legal fue eliminar todas las trabas y las distorsiones legales y administrativas que dificultaron (además de la situación económica de dicha época) el desarrollo de las actividades econó-

micas e incluso limitaron el ejercicio de la libre iniciativa privada, restando competitividad a las empresas privadas.

Esta norma afianzó uno de los pilares de nuestra economía social de mercado, habilitando la posibilidad de crear seguridad jurídica a los inversionistas, incentivando un modelo de desarrollo económico y social que promueva el desarrollo productivo y sostenible del país, así como la conservación y protección del medioambiente, como parte del interés público que debe ser perseguido en toda actividad de la función administrativa.

De esta forma, el Estado peruano buscaba atraer la inversión para el desarrollo de proyectos de inversión, haciendo posible la utilización de diversos mecanismos de financiamiento, entre ellos el *project finance*, y buscando generar en el sector financiero la confianza necesaria para lograr un clima favorable de crédito, que impulse el crecimiento de la economía a partir de mayor inversión.

De las estadísticas revisadas en la Agencia de Promoción de la Inversión Privada del Perú (Proinversión) y en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), se encuentra que la inversión privada en el Perú ha presentado un desempeño variable en los últimos años. Según el cuadro 1.1, la inversión pública privada presenta una evolución desde el año 2011 hasta el 2016, donde se advierten cuatro años determinantes: el 2012, 2013, 2014 y 2016, de proyectos adjudicados en los diferentes sectores de la economía peruana bajo la modalidad APP (ver anexo 3).

Aunque el inicio de la década de 2010 fue un año afectado por la crisis financiera internacional del 2008-2009 que se vivía en ese periodo, las perspectivas económicas favorables para el Perú se basaron en los anuncios sobre la ejecución de importantes proyectos de inversión y la confianza generada en los agentes económicos, a partir del manejo institucional responsable de las diferentes autoridades económicas. Como consecuencia, los efectos de la crisis en el país fueron menores que en el resto de los países de la región de América Latina.

Según declaraciones del exdirector del Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES) de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), Edgar Ortegón, durante el II Encuentro

Cuadro 1.1. Evolución de los proyectos adjudicados por sector en el Perú (en millones de dólares)

Sectores	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total por sector
Telecomunicaciones		343.40					343.40
Electricidad		161.90	1,092.70	573.40	99.70		1,927.70
Electricidad			700.00				700.00
Hidrocarburos			205.00	3,643.00			3,848.00
Irrigación			573.70				573.70
Penitenciarios				4.10			4.10
Saneamiento			100.00				100.00
Telecomunicaciones	1.00		1,294.30			1,680.00	2,975.30
Transporte		166.00	552.00	5,740.80			6,458.80
Turismo		0.20		17.90			18.10
Total por año	1.00	671.50	4,517.70	9,979.20	99.70	1,680.00	16,949.10

Fuente: Proinversión, 2017, párr. 5.

Elaboración propia.

de los Sistemas Nacionales de Inversión Pública (SNIP) de América Latina y el Caribe 2009:

Perú es el segundo país en la región de América Latina y el Caribe con las mejores condiciones para la inversión pública y privada y el financiamiento de proyectos, según un ranking elaborado con datos del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Fondo Multilateral de Inversiones (Fomin) y The Economist Intelligence Unit (EIU) (*Gestión*, 2009, párr. 2).

En ese año se comprometieron inversiones para llevar a cabo proyectos de transporte, como la concesión de la autopista del Sol en el tramo Trujillo-Sullana; proyectos portuarios, como el terminal portuario de Paita; entre los principales.

La confianza de los inversionistas se vio reflejada en un informe del BCRP, en el cual las expectativas optimistas alcanzaron su nivel más alto desde el año 2008 (BCRP, 2010). Además, según la agencia del Gobierno peruano que promueve la inversión privada, durante el año 2010 hubo un avance significativo en la negociación de los Acuerdos Internacionales de Inversión, no solo respecto de los capítulos de inversión que forman parte

de acuerdos comerciales, sino también de los Acuerdos de Promoción y Protección Recíproca (Proinversión, 2010).

El proyecto de mayor envergadura en este periodo fue la adjudicación del proyecto minero Las Bambas a la compañía minera Xstrata Tintaya S.A., cuya buena pro fue realizada el 31 de agosto de 2010, por un monto de 4,170.16 millones de dólares.

De otro lado, el año 2012 presentó una desaceleración por el contexto político del año anterior, pues el nuevo gobierno trajo consigo desconfianza en los agentes económicos. Los discursos contradictorios del entonces presidente Humala entre lo que denominó en su campaña electoral “La Gran Transformación” y “La Hoja de Ruta”, seguido del apoyo al proyecto Conga luego de haberse manifestado en contra de este en sus propuestas electorales, se vieron reflejados en las inversiones.

Según la encuesta mensual de expectativas macroeconómicas del BCRP de finales de 2011, se observa una situación estable en la mayoría de indicadores, con ligeros descensos en algunos indicadores e incrementos en otros (BCRP, 2011).

Javier Illescas, exdirector de Proinversión, reconoció en el tercer trimestre de 2012 que solo se habían concretado compromisos de inversión por 643 millones de dólares para tres proyectos, monto menor en casi seis veces a los 3,700 millones de dólares asegurados en ocho proyectos en el año 2011 (*Perú 21*, 2012, párr. 3).

Por lo tanto, esta fotografía de la evolución de los proyectos y el análisis del contexto político peruano demuestra que el clima de las inversiones no solo depende de una correcta estructuración de un *project finance*, sino también de las variables macroeconómicas y las decisiones políticas expuestas por el Estado.

Estos aspectos serán evaluados por el sistema financiero al momento de otorgar un crédito necesario para el desarrollo del proyecto de inversión, según la naturaleza del sujeto de crédito y teniendo en cuenta las necesidades y particularidades del proyecto por desarrollar. Esta función de los agentes del sistema financiero es trascendental en los esquemas de *project finance*.

4. Rol del financiamiento tradicional

El mecanismo para la obtención de los recursos ofrecidos por el mercado financiero inicia con el procedimiento formal interno del banco y la revisión de una serie de aspectos internos de la empresa que solicita el financiamiento, la valoración de los activos, entre otros requisitos, con la finalidad de dilucidar su real capacidad de endeudamiento.

Los inversionistas deben revisar las opciones de levantamiento de capital que tengan a su alcance de manera eficiente, con el fin de elegir la más beneficiosa y menos costosa para ejecutar sus inversiones o desarrollar el proyecto correspondiente. De manera coloquial se le conoce al sistema crediticio bancario como “financiamiento tradicional” y el de otras fuentes menos conocidas, “no tradicionales”.

Para darle un sentido al rol de las entidades bancarias en el financiamiento de proyectos, se revisan los comentarios de Brealey, Myers y Allen (2010). Estos autores sostienen que existe una clara relación entre los fondos internos (utilidades retenidas más depreciación) y las coberturas usuales en las necesidades de efectivo para inversión: «Parece que el financiamiento interno es más conveniente que el financiamiento externo mediante emisiones de acciones o deuda, pero a algunos observadores les preocupa que los administradores puedan tener una aversión irracional o egoísta al financiamiento externo» (Brealey, Myers, & Allen, 2010, p. 386).

Esto a propósito de que a algunos inversionistas *junior* les es muy difícil aceptar que entre contraer una deuda o un crédito para realizar una inversión a plazo cierto y utilizar el propio dinero para tal finalidad, es más beneficioso optar por lo primero.

Para personas poco familiarizadas con los conceptos financieros, las palabras *tasa de interés*, entendida como valor del dinero en el tiempo, *costo de oportunidad* y *costo de capital* son incomprendidas, en tanto los consideran temas que “el banco impone” o que “el banco se aprovecha” para prestarte dinero.

Si bien la presente investigación no versa sobre la racionalidad de la normativa bancaria ni la correcta regulación del sistema financiero, conside-

ramos importante que el potencial inversionista conozca desde un inicio las bondades del sistema financiero, a partir de una simple explicación de los conceptos básicos financieros, para el desarrollo de proyectos de inversión.

Las instituciones del sistema financiero ofrecen muchísimas opciones de financiamiento directo (incluso mediante el afianzamiento de fondos regulados por el Estado). Sin embargo, para efectos de la presente investigación, se denominará *crédito corporativo* a toda fuente de financiamiento vía deuda, respaldada por un contrato típico de crédito ante alguna entidad financiera autorizada y regulada, en cualquiera de sus opciones o variantes que ofrece el mercado bancario.

El *crédito corporativo* como fuente de financiamiento tradicional, sea de corto como mediano plazo, responde a la necesidad inmediata de un inversionista de obtener financiamiento teniendo como respaldo el capital accionario, las cuentas bancarias, la inmovilización o el congelamiento de dinero, o incluso la afectación o gravamen de determinados bienes muebles o inmuebles.

Como puede observarse, el compromiso directo de la empresa gestora del proyecto de inversión con todo su patrimonio es uno de los principales requisitos de la presente alternativa de financiamiento. Esto podría ser una valla muy compleja para empresas de temprano desarrollo e incluso para algunas empresas de gran envergadura que no desean “contaminar” su actual negocio con nuevos proyectos, cuyo objetivo es la diversificación de portafolios.

Hacia los años 1995 en adelante, el Perú se encontraba en un escenario de rigidez crediticia. Dicho escenario era poco útil o incómodo para los casos en los cuales el compromiso de los activos de la empresa o los estándares de crédito ofrecidos por el mercado financiero a los inversionistas no se ajustaban a la realidad que se necesitaba en los proyectos de inversión, bajo un esquema de solidez sustentada en flujos futuros, deuda a largo plazo y niveles de inversión altos, con tasas eficientes.

Los plazos crediticios ofrecidos por los bancos, regulados por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), constituían un escenario inaccesible para este tipo de proyectos, con plazos muy cortos y tasas de

interés que no reflejan la real necesidad de altas cuotas de inversión, tal como se aprecia en las figuras 1.2 y 1.3.

En concordancia con lo comentado por un especialista entrevistado, este escenario generó la oportunidad para la aplicación de esquemas de financiamiento propios del *project finance*. Es decir, lo suficientemente atractivo para que la SPE califique como un sujeto de crédito para el sistema financiero y pueda alcanzarse la obtención de los recursos necesarios para llevar a cabo el proyecto de inversión.

Según lo mencionado por un especialista legal, la característica fundamental que yace sobre la sustentación de los flujos futuros en un proyecto de inversión abre una nueva posibilidad de financiamiento, en un esquema de *project finance*, distinta al crédito corporativo. Por lo tanto, deja de ser la única alternativa que el mundo financiero ofrecía en el mercado.

En la figura 1.2 se observa también que los créditos ofrecidos entre los años 1996 y 2005 estaban diseñados para proyectos de pequeña envergadura o poca cuota de inversión, lo cual no satisfacía la necesidad de proyectos a largo plazo y de altos niveles de inversión. Esto último evidenciaba las limitaciones del crédito corporativo, lo cual le abrió paso a una nueva alternativa: el *project finance*.

5. El *project finance* como una nueva alternativa de financiamiento

Conforme se menciona a lo largo de la presente investigación, el *project finance* es una herramienta de financiamiento que involucra una compleja estructura de contratos necesarios para lograr la «bancabilidad» de determinado tipo de proyectos de inversión.

Para efectuar una completa definición del término *project finance*, se han revisado diversos textos académicos e informes de entidades públicas, reportes de empresas privadas y también publicaciones de entidades multilaterales. Las definiciones encontradas se muestran en el cuadro 1.2.

Sobre la base de las definiciones revisadas, podemos conceptualizar al *project finance* como:

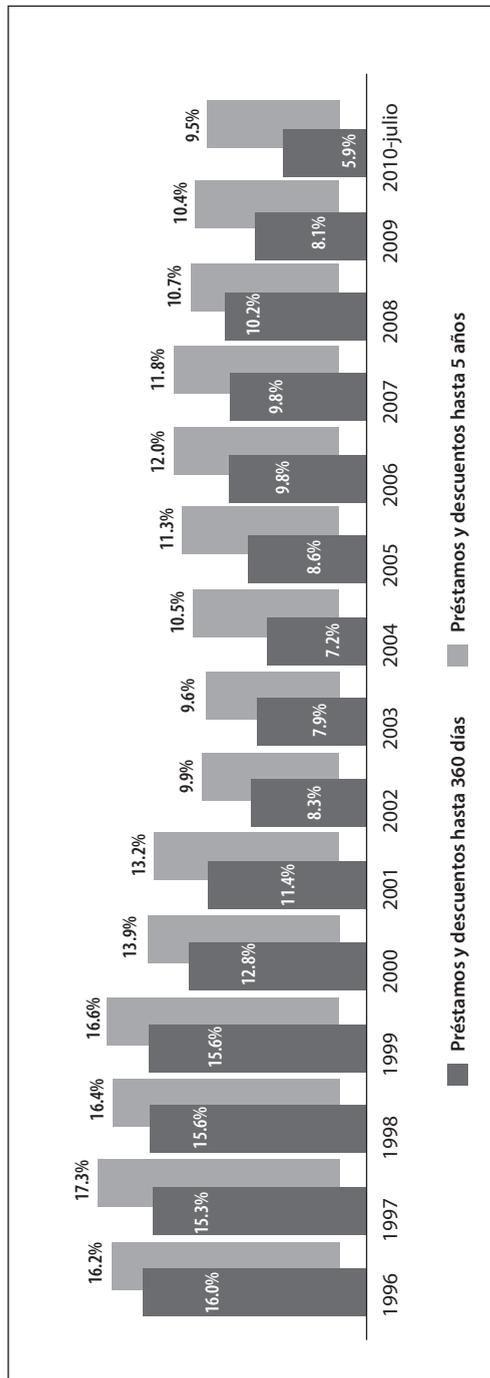


Figura 1.2. Evolución de las tasas activas en el sistema financiero peruano para préstamos y descuentos en dólares hasta julio del 2010

Fuente: SBS, 2010.
Elaboración propia.

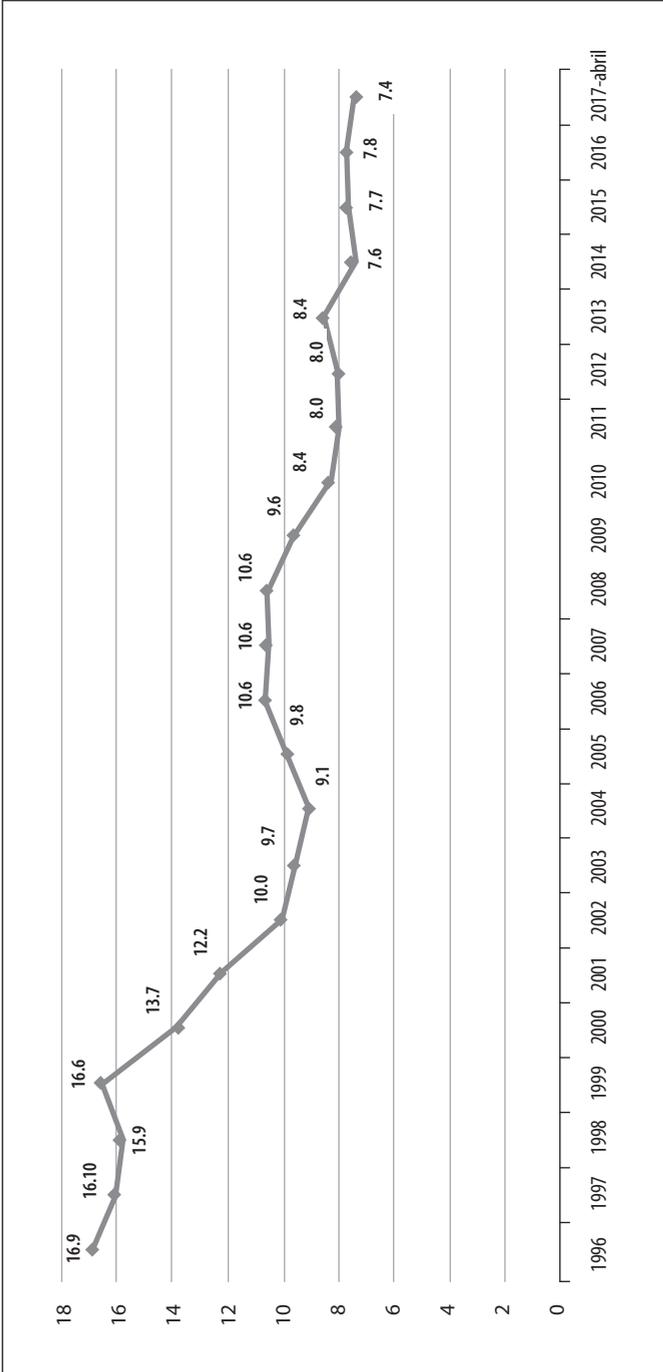


Figura 1.3. Evolución de la TAMEX en el Perú hasta abril de 2017 (expresado en porcentajes)

Fuente: BCRP, 2017.
Elaboración propia.

Nota. La TAMEX es la tasa de interés promedio de mercado del saldo de créditos vigentes otorgados por las empresas bancarias en moneda extranjera (dólares estadounidenses). Esta tasa resulta de agregar operaciones pactadas con clientes de distinto riesgo crediticio y que han sido desembolsadas en distintas fechas. Se calcula diariamente considerando el promedio ponderado geométrico de las tasas promedio sobre los saldos en moneda extranjera de sobregiros en cuenta corriente, avances en cuenta corriente, tarjetas de crédito, descuentos y préstamos y préstamos hipotecarios. Se utiliza información de los ocho bancos con mayor saldo de créditos en moneda extranjera. Esta tasa es expresada en términos efectivos anuales.

Cuadro 1.2. Conceptos de autor del Project Finance

Autores	Definición en inglés	Definición en español
<p>Según Nevitt y Fabozzi (2000, p. 1) en su obra <i>Project financing</i>.</p>	<p><i>A financing of a particular economic unit in which a lender is satisfied to look initially to the cash flow and earnings of that economic unit as the source of funds from which a loan will be repaid and to the assets of the economic unit as collateral for the loan.</i></p>	<p>Un financiamiento de una unidad económica específica en la cual los acreedores se satisfacen inicialmente con los flujos de caja y ganancias de esa unidad económica como fuente para el repago de la deuda, y los activos de la unidad económica como una garantía de la deuda.</p>
<p>Según Gómez y Jurado (2001) en su obra <i>Financiación global de proyectos: Project Finance</i>.</p>		<p>Project Finance es una herramienta o modalidad de financiación para un proyecto basada única y exclusivamente en los recursos generados por el propio proyecto, de manera que sus flujos de caja y el valor de sus activos puedan responder por sí solos como garantía de reembolso de la financiación recibida, aun en los peores casos predecibles técnica o económicamente que pudieran ocurrir durante la vida del proyecto.</p>
<p>Según el Basel Committee on Banking Supervision (2005) en su documento <i>Basel II: International convergence of capital measurement and capital standards. A revised framework</i>.</p>	<p><i>Project finance may take the form of financing of the construction of a new capital installation, or refinancing of an existing installation, with or without improvements. In such transactions, the lender is usually paid solely or almost exclusively out of the money generated by the contracts for the facility's output, such as the electricity sold by a power plant. The borrower is usually an SPE (Special Purpose Entity) that is not permitted to perform any function other than developing, owning, and operating the installation. The consequence is that repayment depends primarily on the project's cash flow and on the collateral value of the project's assets.</i></p>	<p>Project Finance puede tomar la forma de un financiamiento de una nueva unidad instalada de capital constructivo, o del refinanciamiento de una unidad existente, con o sin mejoras. En estas transacciones, el crédito suele pagarse casi exclusivamente con el dinero generado por los contratos futuros de producción de la planta, tales como la electricidad vendida por una planta energética. El prestatario es por lo general una SPE (entidad de propósito especial) que no está permitido llevar a cabo cualquier otra función que la de desarrollar, poseer y operar la instalación. La consecuencia es que el reembolso depende principalmente de los flujos de caja del proyecto y en el valor de la garantía de los activos del proyecto.</p>



→ Cuadro 1.2. Conceptos de autor del Project Finance (continuación)

Autores	Definición en inglés	Definición en español
<p>Según Hoffman (2007) en su obra <i>The law and business of international project finance: A resource for governments, sponsors, lawyers, and project participants</i>.</p>	<p><i>A non-recourse or limited recourse financing structure in which debt, equity and credit enhancement are combined for the construction and operation, or the refinancing, of a particular facility in a capital-intensive industry.</i></p>	<p>Una estructura de financiamiento sin recurso o con recurso limitado, en el cual la deuda, capital y mejoradores de crédito son combinados para la construcción, operación, o refinanciamiento, de una instalación en particular de un sector intensivo en capital.</p>
<p>Según el PPLAF (2009) en su documento <i>Toolkit for public-private partnerships in Roads & Highways</i>.</p>	<p><i>A specific type of financing whereby the expected future revenue stream (cash flow) of a project is almost the only means of paying interest and repaying the required debt to fund it. Another term for project financing is 'no-recourse' financing. As noted in the term 'almost' above, no-recourse is often difficult and more usual or popular is 'limited recourse' in which the cash flow is expected to finance most of the investment but includes provision for some external (to the project) sources and/or fall back sources.</i></p>	<p>Un tipo específico de financiamiento mediante el cual el flujo futuro esperado de ingresos (flujo de caja) de un proyecto es prácticamente el único medio de pago de los intereses y principal de la deuda necesaria para financiarlo. Otro término para el financiamiento sin recurso. Como se sugiere en el término "prácticamente", sin recurso es a menudo difícil y es más usado o popular el "recurso limitado" en el cual se espera que el flujo de caja financie la mayor parte de la inversión, pero se incluye algunas provisiones para fuente externas (al proyecto) o fuentes de refuerzo.</p>
<p>Según Gatti (2013) en su obra <i>Project finance in theory and practice: Designing, structuring, and financing private and public projects</i>.</p>	<p><i>Project finance is the structured financing of a specific economic entity—the SPI, or special-purpose vehicle, also known as the project company—created by sponsors using equity or mezzanine debt and for which the lender considers cash flows as being the primary source of loan reimbursement, whereas assets represent only collateral.</i></p>	<p>Project Finance (financiamiento de proyectos) es el financiamiento estructurado de una entidad económica específica —la SPE, también conocida como la empresa para el proyecto (vehículo)— creada por los patrocinadores mediante capital o deuda <i>mezzanine</i> y por la cual el acreedor considera los flujos de caja (a generarse) como la fuente primaria de repago, siendo que los Project Finance activos son solo un colateral.</p>

<p>Según Yescombe (2013) en su obra <i>Principles of project finance</i>.</p>	<p><i>Is a method of raising long-term debt financing, for major projects. It is a form of 'financial engineering', based on lending against the cash flow generated by the project, and depends on a detailed evaluation of a project's construction, operating and revenue risks, and their allocation between investors, lenders, and other parties through contractual and other arrangements.</i></p>	<p>Es un método de obtención de financiamiento mediante deuda de largo plazo para proyectos grandes. Es una forma de ingeniería financiera, basada en préstamos contra los flujos de caja generados por el proyecto, y depende de una detallada evaluación de la construcción, operación y riesgos comerciales, así como su asignación entre inversionistas, acreedores, y otras partes mediante arreglos contractuales y otros.</p>
<p>Según Finnerty (2013) en su obra <i>Project financing: Asset-based financial engineering</i>.</p>	<p><i>Raising of funds on a limited-recourse or nonrecourse basis to finance an economically separable capital investment project in which the providers of the funds look primarily to the cash flow from the project as the source of funds to service their loans and provide the return of and a return on their equity invested in the project.</i></p>	<p>Obtención de fondos para financiar la inversión de un proyecto económicamente separable en el cual los proveedores de fondos se basan principalmente en el flujo de caja del proyecto como fuente de fondos para el servicio de su deuda e intereses, así como el retorno para el capital invertido en el proyecto.</p>
<p>Según Greiman (2013) en su obra <i>Megaproject management: Lessons on risk and project management from the big dig</i>.</p>	<p><i>The financing of long-term infrastructure, industrial projects and public services based upon a non-recourse or limited recourse financial structure where project debt and equity used to finance the project are paid back from the cash flow generated by the project. Project finance involves the creation of a legally and economically independent project company financed with nonrecourse debt (and equity from one or more corporate sponsors) for the purpose of financing a single purpose, capital asset usually with a limited life.</i></p>	<p>El financiamiento de largo plazo para infraestructura, proyectos industriales y servicios públicos basado en una estructura financiera sin recurso o con recurso limitado, donde la deuda y capital usado para financiar el proyecto es repagado con el flujo de caja generado por el proyecto. Project Finance involucra la creación de una empresa económica y legalmente independiente, financiada con deuda sin recurso (y capital de uno o más patrocinadores) y cuyo propósito de financiar un activo de capital de único propósito, normalmente con una vida limitada.</p>
<p>Según la Standard & Poor's Corporation (2003, p. 23) en su documento <i>Project finance summary debt rating criteria</i>.</p>	<p><i>A group of agreements and contracts between lenders, project sponsors, and other interested parties that creates a form of business organization that will issue a finite amount of debt on inception; will operate in a focused line of business; and will ask that lenders look only to a specific asset to generate cash flow as the sole source of principal and interest payments and collateral.</i></p>	<p>Un grupo de acuerdos y contratos entre acreedores, patrocinadores del proyecto, y otras partes interesadas que crean una forma de organizar un negocio que emitirá un monto definido de deuda desde su inicio; operará en una línea de negocio específica y propondrá a los acreedores fijarse únicamente en el activo que generará los flujos de caja que serán la única fuente de pago del principal, intereses y servirá de colateral.</p>

Elaboración propia.

Nota. Las definiciones en inglés han sido traducidas por los autores de esta investigación.

Herramienta de financiamiento de proyectos intensivos de capital, a largo plazo, basado en una compleja estructura de contratos y obligaciones entre las partes interesadas con una SPE encargada de ejecutar una inversión generadora de flujos de caja predecibles para el repago de la deuda, recuperación de inversión y obtención de rentabilidad.

Definido el *project finance*, corresponde desarrollar las características principales de los proyectos de inversión que utilizan esta herramienta de financiamiento.

6. Características esenciales del *project finance*

Como se había indicado con anterioridad, el *project finance* constituye un mecanismo de apalancamiento financiero, mediante una compleja estructura de contratos y obligaciones para el desarrollo de proyectos de inversión de largo plazo.

Si bien la citada estructura presenta elementos propios que los hacen diferenciarse de los demás, y dependen en cierta medida de su naturaleza y sector, para que un proyecto de inversión pueda financiarse mediante el *project finance* debe poseer ciertas características. Luego de realizar una revisión de los principales autores, se pueden señalar las siguientes características:

- Se desarrolla en proyectos de inversión a gran escala o de gran envergadura, y tienen un alto nivel de riesgo.
- Se sostiene en la generación de flujos de caja futuros del proyecto de inversión. Según Gómez y Jurado (2001, p. 22), estos deben ser más que suficientes para atender el pago de la deuda principal y la remuneración a los fondos prestados o aportados.
- Se desarrolla por medio de una nueva sociedad, una persona jurídica distinta a la que desarrolla el proyecto, denominada SPE, y puede adoptar diversas formas societarias. La más común es la Sociedad Anónima Cerrada.
- Deberá existir una considerable inversión inicial con el fin de generar ingresos de caja seguros y regulares, la cual se constituirán de recursos propios (capital) y deuda.

- Según lo indicado por Yescombe (2013), la deuda del proyecto-financiamiento deberá ser reembolsada en su totalidad al final del proyecto de inversión.
- El proyecto de inversión debe tener un largo periodo de desarrollo a fin de alcanzar una adecuada rentabilidad.
- Se debe efectuar una correcta identificación y eficiente distribución de riesgos, para asegurar el éxito del proyecto de inversión.

7. *Stakeholders* en torno al *project finance*

En la década de 1980, un filósofo estadounidense y profesor de administración de empresas en la Darden School de la Universidad de Virginia, llamado Edward Freeman, “conceptualizó” la figura de los *stakeholders* en el mundo de los negocios, y su impacto en la ética y responsabilidad social corporativa.

Freeman, en sus obras *Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance* (1983) y *Strategic management: A stakeholder approach* (1984), efectúa un análisis de dos dimensiones del término para medir sus posibles efectos en un negocio. Así como, la determinación de los intereses que deben tenerse en cuenta durante la etapa de planificación empresarial.

Proponemos dos definiciones de stakeholder: una acepción amplia, que incluye grupos que son amistosos u hostiles, y una acepción restringida, que captura la esencia de la definición del SRI (Stanford Research Institute), pero es más específica.

– Acepción amplia. Cualquier grupo o individuo identificable que pueda afectar el logro de los objetivos de una organización o que es afectado por el logro de los objetivos de una organización (grupos de interés público, grupos de protesta, agencias gubernamentales, asociaciones de comercio, competidores, sindicatos, así como segmentos de clientes, accionistas y otros).

– Acepción restringida. Cualquier grupo o individuo identificable respecto del cual la organización es dependiente para su supervivencia (empleados, segmentos de clientes, ciertos proveedores, agencias gubernamentales clave, accionistas, ciertas instituciones financieras, y otros) (IESE Business School, 2009, p. 1-2).

En concordancia con el concepto encontrado del término *stakeholder*, se debe tener en cuenta los actores involucrados en un esquema de *project finance* para el desarrollo de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP.

7.1. La sociedad de propósito especial (SPE)

Según Gómez y Jurado:

Los accionistas del proyecto se agrupan a través de una firma nueva e independiente, la SVP, constituida específicamente para ejecutar y explotar el proyecto, que buscará la financiación necesaria para llevarlo a cabo entre sus socios y en el mercado financiero (2001, p. 57).

En efecto, tal como lo dispone el citado autor, se constituye una persona jurídica independiente, denominada SPE, la cual podrá desarrollarse bajo diversas formas societarias. En el país, la forma jurídica más común es la Sociedad Anónima Cerrada (S.A.C.).

La SPE es la titular de los activos del proyecto y será la encargada de su gestión, ejecución y explotación. Asimismo, suscribirá la cadena de contratos necesarios para que el proyecto opere.

Además, será la responsable de recibir los ingresos y flujos de caja futuros que se generen en un proyecto de inversión, permitiendo el aislamiento de los riesgos de los accionistas respecto del proyecto, pues solo arriesgarán los fondos propios invertidos como accionistas, sin afectar su capacidad financiera y su liquidez.

7.2. Promotores y socios

Los promotores o *sponsors* son los participantes interesados en desarrollar el *project finance*, que se asocian en una SPE y soportan el proyecto desde sus inicios. Además, asumen su responsabilidad hasta que alcanzan sus aportes en el capital social de la SPE.

Por otro lado, los socios de un *project finance* participan de manera económica, estratégica y operativa en el proyecto; y aportan sus fondos propios al patrimonio de la SPE. Según Gómez y Jurado (2001, p. 53), esta

participación representa un 5% como mínimo hasta un 40% como máximo sobre los fondos a invertir.

Los socios industriales y tecnológicos son representados por las compañías que aportan al proyecto con su alto grado de conocimiento y experiencia en el sector donde se desarrolla el proyecto de inversión.

Cuando se trata de contratos de concesión celebrados con el Estado, los socios estratégicos de la SPE no deben ser las personas detalladas en el artículo 1366° del Código Civil⁷ ni las especificadas en la Ley 30255⁸. En el artículo 18° del Decreto Legislativo 1224 se exponen los impedimentos para participar como postores de un proyecto de inversión privada mediante APP.

En las cláusulas de los contratos de concesión también se estipula el tiempo de permanencia del socio estratégico, su accionariado mínimo en la SPE, el aporte de capital, las cláusulas declarativas que los socios del concesionario no cuentan con litigios judiciales ni procedimientos administrativos pendientes con el Estado, entre las principales.

La constitución de una SPE para llevar a cabo la ejecución de un proyecto de inversión bajo la modalidad de APP implica que la responsabilidad está a cargo de los socios, sea cual fuere la forma societaria adoptada, sujetándose en todo momento a las obligaciones derivadas del contrato correspondiente.

7.3. Asesores

Dada la complejidad de llevar a cabo un *project finance*, surge la necesidad de recurrir a expertos en el rubro con el objetivo que con su aporte y experiencia ayuden a formular una adecuada estructura financiera.

7. Decreto Legislativo 295, artículo 1366. Personas prohibidas de adquirir derechos reales por contrato, legado o subasta.

8. Ley de Contrataciones del Estado, modificada por el Decreto Legislativo 1341 (publicada el 7 de enero de 2017).

A dichos expertos se los conoce como asesores, quienes se encargarán de efectuar un análisis del proyecto de inversión, identificando las posibles contingencias que pudieran presentarse.

En efecto, nos referimos a personas naturales o jurídicas altamente calificadas, quienes participan monitoreando la vida del proyecto y otorgando grandes ventajas para su desarrollo. Pueden ser legales, técnicos, financieros y otros de diversa índole.

7.4. Constructor y operador

Las labores de construcción y operación, por lo general, son desarrolladas por la SPE. En algunos casos especiales, las SPE tienen socios estratégicos para poder llevar a cabo todas las actividades involucradas en el desarrollo del proyecto de inversión. De esta manera, la SPE funge de constructor y operador (por la experiencia de sus socios); es decir, como participantes del *project finance*, pues se encarga de desarrollar las etapas del proyecto de inversión correspondientes a la construcción y la explotación.

7.5. Fiduciario

La figura del fideicomiso en el Perú se ha ido afianzando con el paso de los años. Conforme lo menciona Revatta (2010), la legislación peruana ha ido incorporando la figura del fideicomiso a partir de la normativa bancaria: el Decreto Ley 7159 de 1931, seguido por el Decreto Legislativo 637 de 1991, para luego tener un tratamiento especial en el Decreto Legislativo 770 de 1993 y, por último, mediante la Ley de Bancos actual.

Así, la labor del fiduciario en los contratos de APP ha ido evolucionando a la par que la implementación del *project finance* en el Perú. Esto, en vista de que el fideicomiso otorga la seguridad suficiente y la independencia necesaria al flujo de recursos económicos propios del *project finance* para cumplir la finalidad esencial de ejecución del proyecto de inversión.

De esta manera, la aplicación del fideicomiso en el *project finance* generará mayores oportunidades de obtener el financiamiento necesario por parte de los acreedores permitidos, en tanto el proyecto de inversión tendrá los beneficios de intangibilidad respecto a los recursos que se encuentren bajo administración fiduciaria.

7.6. Entidades financiadoras

Conforme a lo comentado por una especialista técnica y financiera, el acceso al financiamiento por parte de la SPE constituye un aspecto muy importante para lograr el éxito del proyecto de inversión bajo un esquema de *project finance*.

Las entidades financiadoras, denominadas en las APP acreedores permitidos, desempeñan un papel especial basado en un control posterior de la correcta asignación y mitigación de riesgos identificados en el *project finance*.

Por lo general, las entidades financiadoras solicitarán reajustar los esquemas contractuales, que forman parte del *project finance*, cuando encuentren determinadas falencias en sus contenidos.

El objetivo ideal recae en minimizar el riesgo de cambios contractuales por razones de «bancabilidad», toda vez que dichas modificaciones implican retrasos en el desarrollo de proyectos de inversión.

Todos los *stakeholders* analizados en la presente sección tendrán mayor o menor incidencia, según el nivel de desarrollo del proyecto y según sus etapas de ejecución, de manera que los riesgos del proyecto de inversión puedan ser manejados de la manera más eficiente en beneficio del *project finance*. En la figura 1.4 se muestra de qué manera estos *stakeholders* actúan de acuerdo con las fases del proyecto.

8. Los proyectos de asociación público privada (APP)

Una vez identificados los principales actores de un proyecto de inversión bajo un esquema de *project finance*, es importante determinar el marco conceptual de una APP en el ámbito de los proyectos de infraestructura y servicios públicos.

La experiencia peruana en el desarrollo del esquema de *project finance* muestra que el sistema de participación público privada empezó con la venta de activos del Estado en distintos sectores de la economía. Sin embargo, no configuraba como una APP propiamente dicha, sobre todo por los

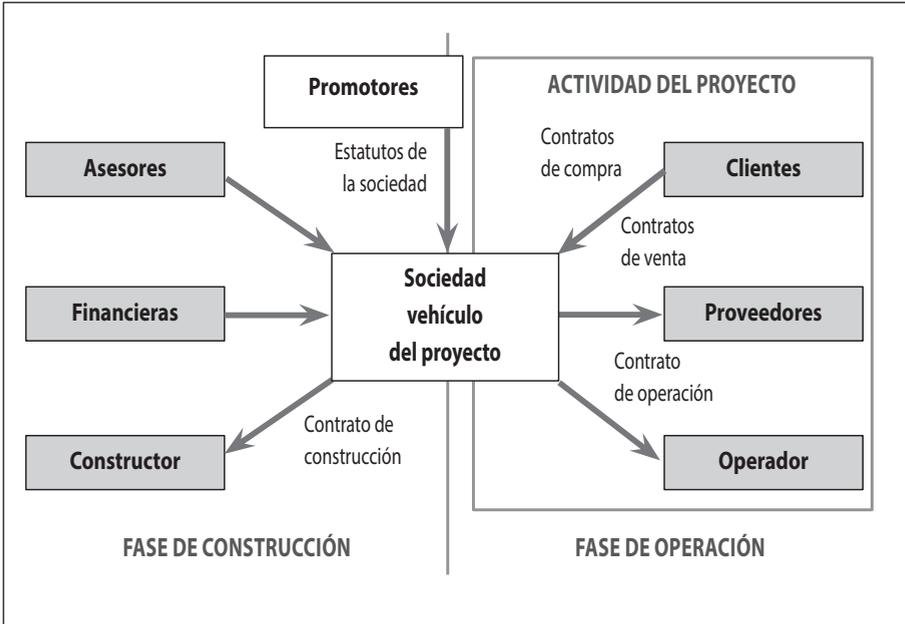


Figura 1.4. Principales actores del Project Finance

Fuente: García Vega, 2008.

niveles de gestión de los bienes del Estado para la prestación de servicios públicos por parte de un operador privado.

En los años siguientes, surge el sistema de concesiones de infraestructura pública y servicios públicos como la modalidad de APP por excelencia. Esta supone una gestión directa, por parte de la empresa privada, con propósito especial o específico (SPE).

Conforme se observa en la figura 1.5, en la actualidad, el sistema de proyectos de inversión a partir de APP constituye uno de los principales impulsos de nuestra economía, pues reduce la brecha de infraestructura necesaria para asegurar una conectividad integral y eficiente de las distintas regiones del país.

8.1. Definición de APP

El marco legal vigente en nuestro país —Decreto Legislativo 1224⁹, modificado por el Decreto Legislativo 12510 y su Reglamento 410-2015-EF¹¹, modificado por Decreto Supremo 068-2017-EF¹²— define a las APP como:

Modalidades de participación de la inversión privada, en las que se incorpora experiencia, conocimientos, equipos, tecnología, y se distribuyen riesgos y recursos, preferentemente privados, con el objeto de crear, desarrollar, mejorar, operar o mantener *infraestructura pública y/o proveer servicios públicos bajo los mecanismos contractuales permitidos* por el marco legal vigente. Las Asociaciones Público Privadas se originan por iniciativa estatal o iniciativa privada (artículo 11).

La norma citada clasifica a las APP como *autofinanciada*, cuando no requiera del financiamiento o garantías del sector estatal, pues tiene capacidad para la generación de sus propios ingresos; y como *cofinanciada*, cuando involucre la intervención del Estado en el financiamiento de la concesión (ver figura 1.6), porque implica la utilización de recursos públicos (total o parcialmente) y requiere del otorgamiento de garantías financieras o no financieras con probabilidad de necesitar cofinanciamiento.

Conforme se detalla en el citado reglamento¹³, en caso se necesitaran garantías del Estado en una APP autofinanciada, no deberán superar ciertos límites. Esto es, las garantías financieras no podrán ser mayores al 5% del costo total de inversión; mientras que las garantías no financieras deberán tener una probabilidad de uso de recursos públicos no mayor al 10% para cada uno de los primeros 5 años de ejecución del proyecto.

9. Decreto Legislativo del Marco de promoción de la inversión privada mediante asociaciones público privadas y proyectos en activos, publicado el 25 de setiembre de 2015.
10. Publicado con fecha 30 de noviembre de 2016.
11. Decreto Supremo 410-2015-EF, emitido el 27 de diciembre de 2015.
12. Publicado con fecha 28 de marzo de 2017.
13. Específicamente, en el artículo 12° del Decreto Supremo 410-2015-EF (Reglamento del Decreto Legislativo 1224).

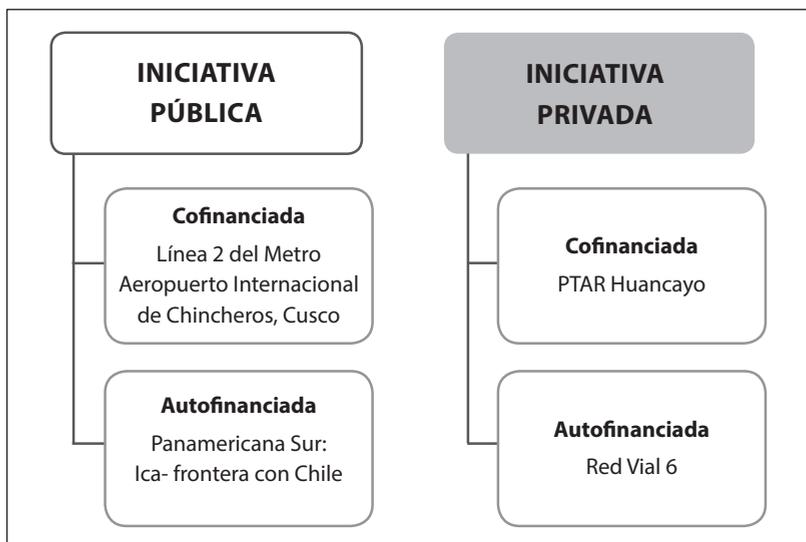


Figura 1.6. Clasificación y ejemplos de las APP según su origen

Elaboración propia.

Una vez identificados los alcances de las APP en el desarrollo de proyectos de inversión, podemos esbozar una definición de la herramienta del *project finance* en el marco del desarrollo de esquemas de APP:

Herramienta de financiamiento a ser utilizada por el inversionista-operador privado para hacer frente a las obligaciones derivadas del contrato de asociación público privada, el cual involucra una compleja estructura de contratos ejecutados por una SPE. Estos son necesarios para que el proyecto de inversión genere los flujos de caja futuros y predecibles, y así repagar la deuda, recuperar la inversión y obtener rentabilidad.

8.2. Esquemas contractuales

Como Tuesta y Polo (2014, p. 39) señalan, es importante mencionar cuáles son las estructuras contractuales más importantes para el desarrollo de proyectos de inversión, tomando como ejemplo a las concesiones: DFBOT (*Design-Finance-Build-Operate-Transfer*), BOT (*Build-Operate-Transfer*) y BOOT (*Build-Own-Operate-Transfer*).

La concesión DFBOT se trata de un contrato mediante el cual la SPE se encargará de diseñar y construir la infraestructura para el Estado, con el fin que esta pueda operar durante un plazo determinado. En el presente caso, el concesionario no es propietario de la infraestructura que se construye, el Estado es el único titular. Como ejemplo de este tipo de contratos, citamos a las concesiones en su máxima expresión.

Bajo la modalidad de concesión BOT, el Estado contrata a una empresa privada para ejecutar un proyecto de inversión, comprometiéndose a construirlo, operarlo durante un plazo determinado y transferirlo con sus beneficios al concedente.

Por otra parte, la concesión BOOT permite al concesionario la ejecución y la explotación de un proyecto de inversión. No obstante, a diferencia de las anteriores, en el presente caso la SPE es propietaria de lo construido hasta que finalice el periodo de explotación pactado. En opinión de Gómez y Jurado (2001, p. 45), ello le da una mayor garantía a este tipo de contratos.

Además, este tipo de esquemas ha generado una discusión en la doctrina sobre la naturaleza de las APP, en tanto que en el Perú la SPE no suele ser propietaria de un activo de interés público durante la vigencia contractual.

Por último, es importante resaltar una de las particularidades de los proyectos de inversión en una APP de infraestructura en el Perú: el pago anual por obra (PAO) y el pago anual por mantenimiento y operación (PAMO). Estas fórmulas de repago comprometen al Estado a pagar en cuotas¹⁴ el costo de inversión, mantenimiento y operación.

El PAO es el aporte que el Estado asegura al concesionario por medio del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), por un plazo determinado en el contrato de concesión, cuyo propósito es cubrir los costos de construcción o mejoramiento y la rehabilitación, si correspondiese.

14. El pago de cuotas se verá reducido con los recursos que el derecho de concesión haya generado.

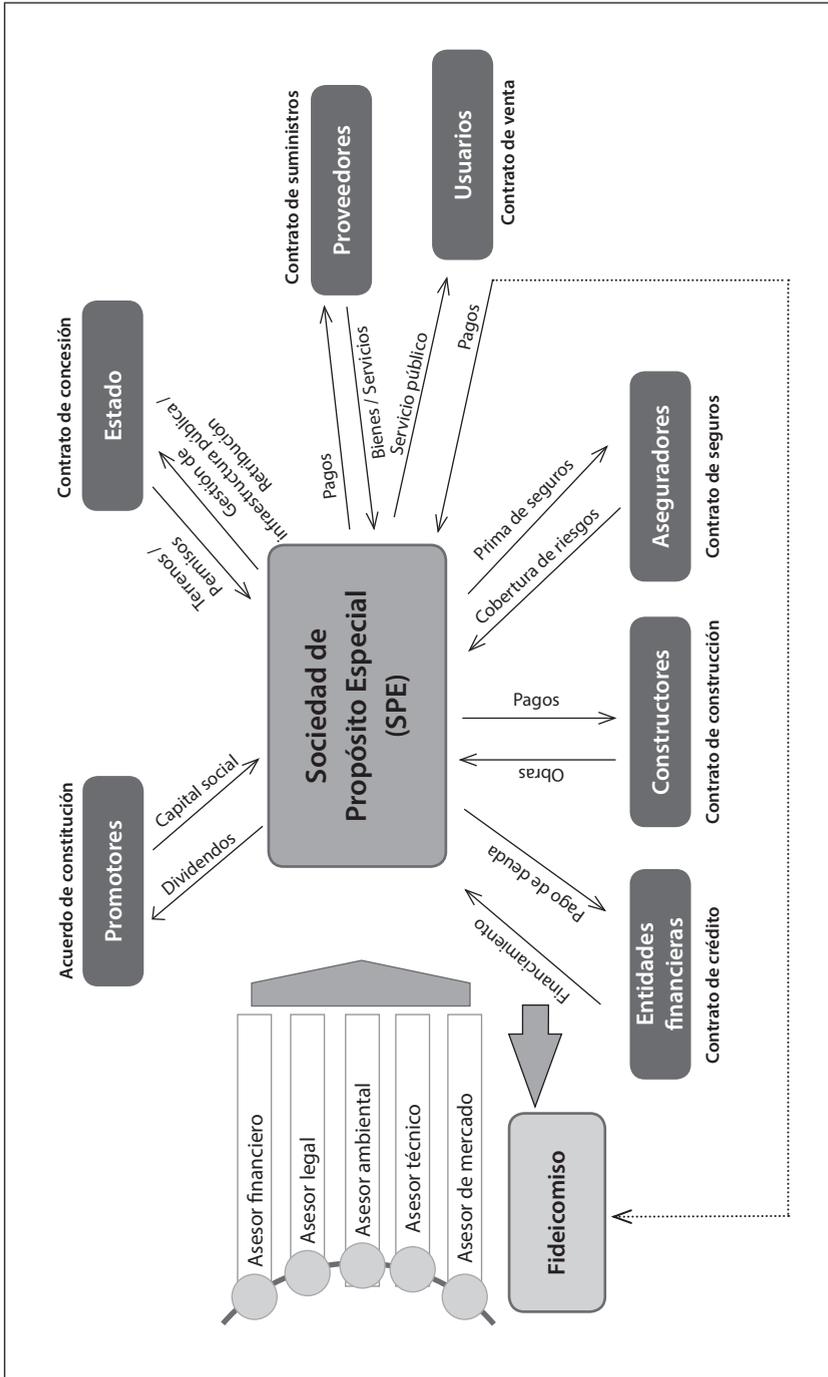


Figura 1.7. Estructura del Project Finance

Elaboración propia.

De otro lado, el PAMO constituye también un aporte que el Estado asegura al concesionario durante el periodo de vigencia de la concesión, con el fin de efectuar la conservación, el mantenimiento y la explotación de las vías del tramo de la concesión.

Como puede observarse a través de la figura 1.7, el concepto de APP difiere completamente de la definición y estructura de *project finance*. El primero se traduce en una modalidad contractual, donde el Estado y el inversionista privado son los participantes; y el segundo responde a una herramienta compleja de financiamiento, donde concurren diversos contratos que aseguran una eficiente asignación de riesgos, siendo el contrato de APP uno de ellos. Es decir, el *project finance* involucra diversos contratos y obligaciones que aseguran la correcta y eficiente distribución de riesgos del proyecto durante su vigencia. En el capítulo 3 se abordará, con mayor profundidad, los riesgos inherentes de un proyecto de inversión desde la perspectiva de una APP.

2

Metodología de la investigación

En este capítulo se describe el proceso metodológico utilizado, que consiste en formular las preguntas en torno al propósito de la investigación, la descripción de los objetivos generales y específicos, el alcance de la investigación, así como la contribución y la metodología de la investigación. Por tal razón, se ha recopilado información a partir de encuestas realizadas a especialistas sobre el desarrollo de proyectos en el Perú, bajo la modalidad de APP que utilizan la herramienta del *project finance*.

1. Formulación de las preguntas

Con el fin de lograr una mayor atracción en la ejecución de proyectos que impulsan el desarrollo económico del país, la presente investigación busca mostrarles a todos los agentes del mercado financiero peruano las bondades del *project finance* como una alternativa viable de financiamiento. De esta manera, se hace notar que el mercado financiero no solo se reduce a las alternativas tradicionales.

Ante ello, surgen los siguientes interrogantes: ¿cuán importante es contar con una guía que sistematice la experiencia en el desarrollo de proyectos de inversión en el Perú, que utilizaron la herramienta del *project finance*? y ¿qué aspectos tributarios, contables y financieros deben identificarse con especial consideración para la implementación de un esquema de *project finance* en un proyecto APP? Con el apoyo de inversionistas y patrocinadores

mejor informados se podrá ayudar al desarrollo de más proyectos de inversión con participación público privada, cuyo objetivo consiste en dar solución a los problemas de déficit de infraestructura pública, que tanto demanda la economía peruana.

2. Objetivos de la investigación

Como objetivo general de la investigación se busca la sistematización de los principales aspectos tributarios, contables y financieros del *project finance* que contribuya con los inversionistas en la toma de decisiones para la ejecución de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP, utilizando un esquema eficiente de financiamiento no tradicional.

Entre los objetivos específicos por lograr se encuentran:

- Analizar el marco conceptual del *project finance* y redefinirlo para una mejor comprensión y uso de esta herramienta.
- Sistematizar la experiencia y los conocimientos de inversionistas, estructuradores y consultores sobre la implementación del *project finance* en el Perú.
- Desarrollar la experiencia latinoamericana del *project finance*.
- Desarrollar los principales aspectos tributarios, contables y financieros del *project finance* para su implementación en un proyecto de APP en el Perú.
- Elaborar una matriz de riesgos de un caso o ejemplo práctico.
- Desarrollar ejercicios sobre las herramientas explicadas en la presente investigación.

3. Alcance de la investigación

La presente investigación analizará los principales aspectos tributarios, contables y financieros del *project finance* como herramienta eficiente de apalancamiento de proyectos de inversión, bajo la modalidad de APP, afianzándose como un modelo de financiamiento a largo plazo por excelencia, aceptado en el mercado financiero para este tipo de proyectos.

Se explicará de qué manera el *project finance* responde a esa estructura contractual compleja, en la cual se interrelacionan contratos de financiamiento e inversión con otros contratos (construcción, suministro de insumos, contrato de venta de productos o servicios, y contratos de operación y mantenimiento). El objetivo es que el proyecto opere, genere un flujo de caja para el repago de la deuda financiera y se distribuyan, de manera eficiente, los riesgos entre las partes interesadas en el proyecto de inversión.

4. Justificación y contribución

Se ha evidenciado que en el Perú existe cierto nivel de experiencia en el desarrollo de proyectos de inversión, a partir de la modalidad de APP, que usan la herramienta del *project finance*. Por ello, es necesario sistematizar este conocimiento especializado pero disperso entre los distintos especialistas, ejecutores y estructuradores de este tipo de proyectos.

La presente investigación ha podido compilar las mejores prácticas y las experiencias de personas especializadas en la ejecución del *project finance* en el Perú y, de esa manera, lograr un aporte desde el punto de vista académico, necesario para la «bancabilidad» de los proyectos de inversión.

Así, la presente investigación se convierte en un medio de consulta para todo inversionista, estructurador de proyectos y consultores en general, interesados en el desarrollo de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP, que implementen un esquema de *project finance*.

La aplicación del contenido del presente trabajo de investigación será un mecanismo novedoso y muy útil para la estructuración del financiamiento de proyectos de inversión. Además, brindará una guía sistematizada de los principales aspectos tributarios, contables y financieros del *project finance*, identificados a partir de los conocimientos y las experiencias de los principales actores involucrados.

5. Descripción del diseño de la investigación

Se ha considerado un enfoque cualitativo, que describe la alternativa del *project finance* especificando sus características principales, estructuras,

ventajas y desventajas, actores relacionados y los principales aspectos contables, tributarios y económico financieros de aplicación general en los distintos sectores.

Asimismo, se ha sistematizado los conocimientos y las experiencias de los principales actores, tanto a partir de entrevistas personales como mediante encuestas y consultas a expertos en la estructuración, consultoría y en la ejecución de proyectos de inversión por la modalidad de APP que hayan utilizado la herramienta del *project finance*.

De esta manera, se han identificado y analizado los principales aspectos tributarios, contables y financieros del *project finance*, que contribuyen a una correcta y eficiente identificación y asignación de riesgos para el desarrollo y ejecución de un proyecto de inversión por la modalidad de APP.

La investigación también contiene un enfoque cuantitativo, que será necesario para analizar las principales herramientas e indicadores económico financieros, tales como: los parámetros de la medición de la rentabilidad (VAN y TIR, *cash flow*), los coeficientes de rentabilidad y los principales indicadores financieros de evaluación de proyectos de inversión.

Sobre la base de dicha información, se analizará el resultado obtenido y se mostrará las conclusiones que pueden obtenerse de la lectura de los distintos ejercicios prácticos y casos propuestos.

3

Principales riesgos del financiamiento a partir del *project finance*

Entre las labores que el Estado y los interesados en desarrollar un proyecto de inversión realizan, se encuentra: efectuar una correcta y detallada determinación de riesgos con el fin de determinar una eficiente asignación y mitigación de estos para lograr la más óptima estructuración del *project finance*, que asegure la viabilidad de los proyectos y su «bancabilidad».

Se debe resaltar que la correcta asignación de riesgos en un proyecto de inversión (sea o no con la participación del Estado) radica en el entendimiento de los alcances del proyecto por desarrollar, identificando las amenazas para su implementación o su ejecución, contrastando dichas posibles situaciones con otros proyectos ya ejecutados, de similar envergadura o del mismo sector.

Cada localidad (sea país o región) tiene sus propias particularidades, no solo en lo referido a los aspectos sociales, sino también en el ambiente, las prácticas comunes, el clima, entre los principales; tomando en cuenta que la evaluación comparativa se realiza entre proyectos del mismo país. Sin embargo, los proyectos de inversión privados, públicos o mixtos, tienen entre sí varios aspectos similares: fase constructiva, operación y mantenimiento, marco regulatorio, que generan riesgos comunes y requieren la adopción de soluciones similares para su viabilidad.

De esta manera, como paso previo a la decisión del inversionista de elegir la mejor alternativa de solución de sus dificultades, en este capítulo se identifican los riesgos del proyecto en cada una de sus etapas con el fin de efectuar un correcto control de la administración de riesgos. Para tal efecto, se clasificarán y determinarán los diferentes tipos de riesgos, involucrados e identificados.

1. Clasificación de los riesgos

El desarrollo de esta sección se realiza sobre la base del documento *Matrix of risks distribution-roads*, como parte de la metodología utilizada por el Centro de Recursos para Asociaciones Público-Privadas en Infraestructura (PPPIRC-PPP in Infrastructure Resource Center for Contracts, Laws and Regulations) del Banco Mundial.

Se presentarán, de manera conceptual, los principales riesgos que podrían afectar un proyecto de inversión en el rubro de carreteras o proyectos viales, desarrollado y ejecutado con la herramienta del *project finance*.

1.1. Riesgo de diseño

Existe un conjunto de riesgos vinculados a la fase preoperativa, previa a la etapa de construcción de obras, tales como: dificultades en obtener las aprobaciones ambientales por razones de diseño, la adquisición de maquinaria y equipamiento, antes o después de las aprobaciones del diseño detallado, entre los principales. Estos responden a cambios en los esquemas de diseño y retrasan los cronogramas de las obras, y, como consecuencia, afectan la viabilidad o la eficiencia en la ejecución, operación y explotación del proyecto de inversión.

1.2. Riesgo constructivo

Durante la etapa constructiva del proyecto de inversión, los riesgos relacionados con la exposición de generar pérdidas o ganancias, económicamente cuantificables, constituyen una de las principales preocupaciones de los inversionistas para el desarrollo del proyecto.

Aspectos como la composición geológica del terreno, filtraciones e inundaciones, precisiones en los expedientes técnicos, son algunos ejemplos.

1.3. Riesgo operacional

Los riesgos operacionales se encuentran asociados con la capacidad de prestar un servicio óptimo, según las políticas estatales, los términos y las condiciones establecidas en el contrato de concesión respectivo, los manuales y las guías internacionales de aplicación supletoria, y los códigos de buenas prácticas de aceptación general en el mercado.

En la parte operativa también se identifican los riesgos de un incremento de los costos, directos e indirectos, para la explotación del proyecto. Por lo general, estos son asumidos por el inversionista privado, a partir de un uso eficiente de los recursos, una administración eficaz de los costos y los gastos inherentes al proyecto, y una correcta planificación comercial y financiera.

Por lo regular, los riesgos de la demanda se incluyen en este rubro. Sin embargo, para efectos del presente documento serán analizados en un rubro distinto, como parte de los riesgos del mercado, tomando en cuenta las políticas internas necesarias y el cumplimiento de los niveles operacionales mínimos.

1.4. Riesgo de mercado

Se incluyen los riesgos de demanda que determinan los ingresos del inversionista privado, considerando las distintas variables evaluadas por estudios especiales (como estudios de tráfico, estudios de demanda), de manera que para la operación, explotación, control y gestión del proyecto pueda efectuarse un correcto planeamiento y una adecuada organización financiera.

El inversionista privado, como prestador del servicio y gestor del proyecto, deberá tener en cuenta aspectos de competencia, regulación, reajuste de tarifas y comportamientos del mercado propio del sector, de manera que pueda dimensionar las características del proyecto y su posible impacto en el régimen económico financiero del proyecto.

Asimismo, se considerarán los aspectos relacionados con los límites de financiamiento, efectos de la inflación, tasas de interés, tipo de cambio, niveles de crédito, que se relacionan exclusivamente con la capacidad del inversionista privado de hacer frente a las obligaciones financieras necesarias para la «bancabilidad» del proyecto.

1.5. Riesgo social

El inversionista privado debe considerar la planificación y la ejecución de medidas de socialización del proyecto, que permitan concientizar en los pobladores de sitios aledaños las ventajas y las oportunidades ofrecidas por el proyecto a ser desarrollado.

1.6. Riesgo político-legal

El riesgo vinculado a los cambios en el contexto político del país y las variaciones en las políticas regulatorias constituye uno de los aspectos de menor control por parte del inversionista. Esto se debe a que solo el Estado debe tomar la iniciativa para modificar el marco normativo vinculado al desarrollo del proyecto de inversión, ni siquiera puede hacerlo el organismo público que se constituye como contraparte en el correspondiente contrato para la ejecución del proyecto.

La suscripción de los contratos vinculados al proyecto a ser desarrollado constituye por sí misma un mecanismo de mitigación de cambios en el marco legal vigente, pues en ellos se establecen los derechos y las obligaciones de los participantes en la ejecución del proyecto de inversión.

Sin embargo, las normas y los reglamentos que sean aprobados con posterioridad a la suscripción de dichos contratos tienen un impacto en el desarrollo de las actividades económicas del inversionista, tanto en la fase preoperativa, en la fase constructiva como en la fase de operación y mantenimiento.

Los contratos para la ejecución de los proyectos de inversión deberán incluir los mecanismos correspondientes para mitigar el impacto de los cambios normativos y las decisiones políticas que pudiesen afectar el normal desenvolvimiento de las actividades del proyecto.

2. Desarrollo de los principales riesgos en el proyecto Red Vial 6

Si bien para la sección 1 de este capítulo se ha utilizado como guía la metodología de clasificación de riesgos elaborada por el Banco Mundial, consideramos importante tomar en consideración, además, las mejores prácticas y las pautas de asignación de riesgos empleada por el MEF. Estas se encuentran compiladas en el documento *Pautas metodológicas para la incorporación del análisis del riesgo de desastres en los proyectos de inversión pública* (MEF, 2007).

Aunque en este documento no se realiza un análisis tan profundo de los riesgos que pueden afectar el desarrollo de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP que utilizan la herramienta del *project finance*, como el elaborado por el Banco Mundial, sí aproxima los distintos riesgos propios de la realidad peruana en el desarrollo de proyectos.

También toma en cuenta el gran problema de los países emergentes sobre la escasa existencia de datos históricos que permitan utilizar herramientas más sofisticadas para la mitigación de riesgos y la reducción del costo social. Se espera que esta situación mejore con el paso de los años y la existencia de APP más maduras, bajo esquemas más complejos.

Luego de haber efectuado una clasificación genérica de los riesgos vinculados a los proyectos de inversión en el rubro de carreteras, es evidente que lograr su consecución encuentra mayor sustento en una correcta asignación de sus riesgos entre los distintos actores que forman parte, directa o indirectamente, de la ejecución de un proyecto de inversión.

Según lo comenta un especialista legal encuestado, la clasificación de los riesgos constituye un paso previo a su correcta asignación entre las partes contractuales que integran el esquema de *project finance*, a fin de efectuar una correcta valoración, determinación de impactos legales, sociales, económico-financieros principalmente, mediante una matriz de riesgos que será presentada en la sección 3 de este capítulo.

Conforme ha sido descrito, existen algunos riesgos que son identificables con menor complejidad por la experiencia en el sector. En cambio, otros implican un mayor análisis para su asignación a alguna de las partes

contractuales (como la mayoría de los riesgos constructivos, de operación —en mayor medida—, legales y políticos).

Otro aspecto que disminuye esta dificultad está vinculado al hecho de que existe un operador especializado con la experiencia suficiente para controlar los riesgos, de manera más eficiente, y lograr la ejecución del *project finance* del correspondiente proyecto de inversión.

A partir de lo mencionado, se efectuará el análisis de un caso concreto: la evaluación del proyecto Tramo Vial Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica (Red Vial 6), sobre la base del contexto en que fue firmado el contrato de concesión correspondiente.

También se desarrollarán los principales riesgos asociados a la naturaleza del proyecto, según su configuración en las distintas etapas de ejecución; de esa manera, un inversionista podrá identificar con claridad aquellos que resultan determinantes. Estos serán desarrollados con mayor detalle en el presente numeral.

Según la información publicada por el Organismo Supervisor de la Inversión en Infraestructura de Transporte de Uso Público (Ositrán, 2017) en su página web, en el cuadro 3.1 se presentan los principales datos del proyecto.

En la línea de lo señalado por otro especialista legal encuestado, tras la revisión del contrato de concesión, es importante detectar con rapidez los riesgos más relevantes o de mayor exposición que enfrenta el concesionario durante la ejecución del proyecto. De manera previa, solo resaltaremos los alcances de aquellos con mayor incidencia, para luego analizar los riesgos que afectan en general un proyecto vial:

- **Riesgo de expropiaciones**, involucra la identificación de los predios que podrían verse afectados, una valuación de los terrenos, el inicio de su proceso de saneamiento, expropiación y liberación. Por último, estos serán entregados al concesionario para el desarrollo del proyecto e inicio de la etapa constructiva.
- **Riesgo geológico**, no son muy frecuentes en los proyectos viales sobre superficies sin pendientes y con la utilización de traspasos

Cuadro 3.1. Principales características del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

N°	Tema	Contenido	Referencia
1	Infraestructura	<p>Tramo vial Red Vial 6 (221.7 km):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Puente Pucusana-Ingreso Cerro Azul (72.7 km) • Ingreso Cerro Azul-Cerro Calavera (1,6 km) • Cerro Calavera-Pampa Clarita (18,7 km) • Pampa Clarita-Intercambio Chincha Alta (33,1 km) • Intercambio Chincha Alta-Empalme San Andrés (41,1 km) • Empalme San Andrés-Guadalupe (54,5 km) 	Cláusula 1.5 (p. 19)
2	Fecha de suscripción	20 de septiembre de 2005	Contrato de concesión
3	Plazo de la concesión	<ul style="list-style-type: none"> • 30 años contados desde la fecha de suscripción del contrato. • Si la segunda etapa de construcción se inicia entre el año 17 y 19, se ampliará el plazo a 32 años (opción de ampliación de plazo). 	Cláusula 4.1 (p. 27) Cláusula 4.3 (p. 27)
4	Adendas	<ul style="list-style-type: none"> • Adenda 1: 28 de agosto de 2007. • Adenda 2: 8 de abril de 2009. • Adenda 3: 16 de marzo de 2010. • Adenda 4: 15 de junio de 2011. • Adenda 5: 13 de agosto de 2012. • Adenda 6: 30 de enero de 2015. 	Adenda 1 Adenda 2 Adenda 3 Adenda 4 Adenda 5 Adenda 6
5	Modalidad	Autosostenible	Cláusula 2.6 (p. 21)
6	Factor de competencia	Retribución al Estado	Cláusula 1.5 (p. 17) Cláusula 8.19 (p. 55)
7	Capital social mínimo	US\$ 20 millones suscrito y pagado, o, íntegramente suscrito y pagados, como mínimo se tendrá al inicio US\$ 5 millones que se completará como mínimo a US\$ 15 millones al final de la construcción de las obras de la primera etapa, completando a US\$ 20 millones al final de la segunda etapa de las obras.	Cláusula 3.3 (p. 22-23)



→ Cuadro 3.1. Principales características del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

N°	Tema	Contenido	Referencia
8	Garantías a favor del concedente	<ul style="list-style-type: none"> • Garantía de Fiel Cumplimiento de Construcción de Obras: - Por US\$ 6 millones al inicio de la primera etapa o a más tardar a los dos años de suscrito el contrato, se mantendrá vigente hasta 2 años posteriores a la culminación de la etapa. - Por un monto de US\$ 9 millones a partir del inicio de obras de la segunda etapa o a más tardar al inicio del décimo séptimo año de suscrito el contrato, se mantendrá vigente hasta 2 años posteriores a la culminación de la etapa. El monto de la garantía será ajustado de acuerdo a la variación del CPI de Estados Unidos. 	Cláusula 9.2 (p. 61-62)
9	Garantías a favor del concesionario	<ul style="list-style-type: none"> • Garantía de Fiel Cumplimiento del Contrato de Concesión: - Por US\$ 6 millones, se mantendrá vigente desde la suscripción del contrato y 12 meses posteriores a la suscripción del Acta de Reversión de los Bienes. <p>Garantía de Ingresos por Tráfico:</p> <p>Se asegura un ingreso mínimo por peaje de:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 9.2 millones de ejes cobrables multiplicados por el peaje vigente, hasta el cuarto año de la concesión. - 10 millones de ejes cobrables multiplicados por el peaje vigente, entre el año 5 y 16 de la concesión. - 12 millones de ejes cobrables multiplicados por el peaje vigente, desde el año 17 de la concesión. 	Cláusula 9.10 (p. 69-70)
10	Compromiso de inversión	<p>Inversión Proyectada Referencial Inicial: US\$ 192,091,310 (sin incluir IGV):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Primera etapa: US\$ 58,711,889.83 (monto reestimado), no incluye IGV. - Segunda etapa: US\$ 45,456,614.29 (monto reestimado), no incluye IGV. 	Cláusula 1.5 (p. 14) Anexo II (p. 171-175) Adenda 2

11	Obras	<ul style="list-style-type: none"> • Actividades preparatorias (2 años): - Puesta a punto de los siguientes tramos: Puente Pucusana-Cerro Azul (73 km), progresiva 94+400 y Guadalupe. - Construcción del Intercambio Vial Cerro Azul y de las unidades de peaje Jaguar e Ica. • Primera etapa (2 años siguientes a la entrega de predios): - Construcción de la primera calzada, en los 6 km de tramos intermedios entre las progresivas 21+200 a 22+200; 22+600 a 23+600 y 39+200 a 43+200 y la primera calzada de la variante Perú LNG entre las progresivas 28+000 a 33+000. - Construcción de puentes sobre los ríos Cañete con un mínimo de 237 metros lineales (en ambas calzadas). - Construcción de un (01) intercambio vial en Pampa Clarita y tres (03) pasos a desnivel en Cochahuasi, Santa Bárbara y Herbay Bajo. - Construcción de la segunda calzada (izquierda) de la autopista entre las progresivas 1+600 (Cerro Calavera) a 38+620, incluido tramos intermedios y Perú LNG. - Construcción de un puente en la quebrada Topará, cuya longitud mínima es de 50 metros lineales (calzada derecha). 	Anexo II Adenda 2
12	Toma de posesión de los bienes	<p>Los predios urbanos o rurales para iniciar trabajos dentro de la primera etapa deben ser entregados por el concedente como sigue:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Predios del Subtramo 3: El 80% de los predios en términos del área total, serán entregados como máximo el 30 de mayo de 2009, el otro 20% a más tardar el 30 de setiembre de 2009. b) Predios del Subtramo 4: El 80% de los predios en términos del área total, serán entregados como máximo el 30 de junio de 2009, el otro 20% a más tardar el 30 de octubre de 2009. 	Cláusula 5.2 Adenda 2



→ Cuadro 3.1. Principales características del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

N°	Tema	Contenido	Referencia
13	Obligaciones del concesionario	<p>Modificación del cronograma de ejecución de obras de la primera etapa hasta el 20 de setiembre de 2009: el concesionario deberá haber culminado con las siguientes obras:</p> <p>a) Autopista (2 calzadas) desde la progresiva 1+600 hasta el centro poblado de Santa Bárbara y paso a desnivel de Santa Bárbara (progresiva 5+920), hasta el 15 de agosto de 2009.</p> <p>b) Autopista (2 calzadas) desde la progresiva 5+920 hasta el centro poblado de Santa Cruz (progresiva 7+400), hasta el 20 de setiembre de 2009.</p>	Cláusula 6.1 Adenda 2
14	Solución de controversias	<ul style="list-style-type: none"> • Trato directo. • Arbitraje de Conciencia: aplicable a las controversias técnicas que no puedan ser resueltas directamente por las partes. • Arbitraje de Derecho: aplicable a las controversias no-técnicas. 	Cláusula 15.12 (p. 102) Cláusula 15.13 a) y b) (p. 103-105)
15	Penalidades	<p>El incumplimiento en el inicio y terminación de las obras por causas imputables al concesionario dará lugar a una penalidad de 0.03% del valor de la Inversión Proyectada Referencial por cada día calendario de retraso.</p>	Cláusula 6.15 (p. 41)
16	Causales de caducidad	<ul style="list-style-type: none"> • Vencimiento del plazo. • Mutuo acuerdo. • Resolución de contrato (unilateral, por incumplimiento de algunas de las partes, fuerza mayor). • Efectos de la caducidad. • Procedimiento para la caducidad de la concesión. • Liquidación del contrato. • Procedimiento para el rescate en caso de resolución del contrato. 	Cláusula 14.1-14.16 (p. 87-100)
17	Equilibrio económico-financiero	<p>Si como consecuencia de las leyes o actos de Gobierno ocurre:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La reducción de los ingresos brutos anuales en 10% o más en un mismo año. • El incremento de los costos y/o gastos anuales en 10% o más. • O el efecto compuesto de las dos anteriores. <p>También se considerará en el caso en que el cálculo de la fórmula presentada (D) dé como resultado un valor mayor al 15% o menor al -15%.</p>	Cláusula 8.20 (p. 57-58)
18	Garantías a favor de acreedores permitidos	<p>Se puede otorgar en garantía el derecho de concesión, los ingresos netos de la concesión (deducida la tasa de regulación y cualquier monto comprometido a entidades estatales) y las acciones del concesionario correspondientes a la participación mínima.</p>	Cláusula 9.5 (p. 63)

19	Pólizas de seguros	<ul style="list-style-type: none"> • De responsabilidad civil contra terceros. • De accidentes personales. • De riesgos laborales. • De siniestros de bienes en construcción. • De obras civiles terminadas. • De operación. • Pólizas 3D. • Otras pólizas (voluntario). 	Sección X (p. 70-76)
20	Inicio de operaciones	<ul style="list-style-type: none"> • A la toma de posesión del derecho de explotación. • Sin embargo, la explotación solo podrá iniciarse cuando el concesionario haya cumplido con entregar las garantías de Fiel Cumplimiento y pólizas de seguro que exige el contrato. 	Cláusula 8.8 Cláusula 8.9
21	Estándares de servicio	<p>Niveles de servicio y plazos de respuesta, se agrupan en estándares para calzada, berma, drenajes, señalización vertical, señalización horizontal, elementos de descarrilamiento, seguridad vial, derecho de vía, puentes y viaductos.</p>	Anexo I. Apéndice 3 (p. 133-140)
22	Tarifas	<ul style="list-style-type: none"> • Peaje inicial de S/ 4.62 (más impuestos) hasta la aprobación de la culminación de las obras de la primera etapa. • A partir de la aprobación de la culminación de las obras de la primera etapa, la tarifa a ser cobrada es de US\$ 1.50 (más impuestos). 	Cláusulas 8.17 a), b) y c) (p. 53-54)
23	Reajustes de tarifas	<ul style="list-style-type: none"> • A partir de la aprobación de la culminación de las obras de la primera etapa, el peaje se reajusta anualmente con una fórmula que lo indexa en un 50% al IPC del Perú y 50% al IPC de Estados Unidos. • En caso de que se registre una variación mayor al 10% en el transcurso del año, se podrán determinar reajustes extraordinarios. 	Cláusula 8.17 d) (p. 54-55)
24	Retribución al Estado	<ul style="list-style-type: none"> • 1% de los ingresos mensuales por concepto de peajes, a partir de la fecha de suscripción del contrato hasta la culminación de las obras de la primera etapa, o a más tardar al finalizar el año 4 de la concesión. • 18.61% de los ingresos del peaje a partir de la culminación de las obras de la primera etapa o al inicio del año 5 hasta la finalización de la concesión. 	Cláusula 8.19

aéreos preconstruidos (donde solo se requiere mantenimiento). En este caso es distinto, pues existen varios componentes que pueden afectar el normal desenvolvimiento para la construcción, la operación y el mantenimiento del tramo vial materia de concesión, como la construcción de puentes y el riesgo geológico que implica.

- **Riesgo de tráfico/demanda**, podría tener un control complejo, de no contar con un estudio de tráfico detallado, en tanto se toman en cuenta aspectos de complicada predicción o gestión (desarrollo económico local, expansión urbanística, generación de competencia, entre otras alternativas).

En los siguientes acápites se muestra, a partir de lo sucedido en el proyecto denominado Red Vía 6 (Lima-Ica), cómo el Estado peruano administró los riesgos y cómo esto se reflejó en las cláusulas del contrato de concesión.

2.1. Riesgos constructivos en el proyecto Red Vial 6

En este acápite se analizan los riesgos de mayor frecuencia y complejidad, sobre todo, en la fase de construcción del proyecto, ya que tiene que ver directamente con los terrenos en donde se construye por la responsabilidad de una de las partes de entregarlos totalmente liberados y saneados para cumplir con la fecha de inicio de obra, según la normativa correspondiente.

a) Saneamiento, expropiación y entrega de terrenos

De la revisión del proyecto, se observa que existen obligaciones asumidas por el Estado para la liberación y/o expropiaciones y las servidumbres aplicables; así como, la posibilidad de efectuar entregas parciales a favor del concesionario. De esa manera, no se debe esperar a tener el 100% de terrenos saneados y entregados para poder iniciar la etapa constructiva.

Red Vial 6: Tramo Vial Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

Los predios urbanos o rurales afectados, necesarios para que la SOCIEDAD CONCESIONARIA inicie los trabajos comprendidos en el Sub-Tramo 2 correspondiente a las Actividades Preparatorias, deberán ser entregados dentro de los Ciento Ochenta Días (180) Días Calendario contados desde la fecha de suscripción del Contrato. El CONCEDENTE entregará el 100% de los predios en término de área total que constituye el Derecho

de Vía necesarios para que la SOCIEDAD CONCESIONARIA inicie los trabajos comprendidos dentro del Sub-Tramo 2 correspondiente a las Actividades Preparatorias.

(...) El CONCEDENTE a través del REGULADOR podrá evaluar si aun no habiendo sido entregados la totalidad de los predios correspondientes a cada Sub-Tramo, la SOCIEDAD CONCESIONARIA puede ejecutar las inversiones, regularizándose los derechos de vía en el menor plazo posible. Este mecanismo para establecer si los predios faltantes son indispensables para el inicio de la ejecución de obras, será aplicable para los cronogramas de ejecución contemplados en los numerales 3 y 4 del Anexo II del presente Contrato.

El plazo para el inicio de las obras del Sub Tramo 3, se computará cuando la SOCIEDAD CONCESIONARIA haya recibido del CONCEDENTE, predios en términos del área total que constituye el Derecho de Vía, que representen el 80% de dicho Sub Tramo (Ositrán, 2017; MTC, 2017).

Según el texto citado, el contrato de concesión introduce un mecanismo interesante para asegurar que el concesionario pueda iniciar las obras y efectuar las inversiones a su cargo. El Estado cumple con entregar solo un porcentaje de predios y/o terrenos necesarios para tal efecto.

Por medio de este mecanismo, el concesionario tiene la posibilidad de poder avanzar las obras y continuar recibiendo predios y/o terrenos necesarios para la fase contractiva, sin condicionar el inicio de dicha fase a la entrega total de predios vinculados al área total que constituye el derecho de vía.

Es decir, las obras pueden encontrarse en un determinado nivel de avance para iniciar la explotación del tramo vial materia de concesión, siempre y cuando se cumplan con los requerimientos mínimos de operatividad y niveles del servicio autorizados por el contrato de concesión.

b) Responsabilidades de las partes contractuales

Conforme se puede observar en la redacción de las distintas cláusulas citadas en el cuadro 3.1, un elemento importante a tener en cuenta es la distribución de las obligaciones y responsabilidades que le corresponden a cada una de las partes contractuales, para la gestión y conclusión de los

procedimientos necesarios y proceder con la liberación y/o expropiación de terrenos y de las servidumbres.

En el caso de proyectos autofinanciados, como el analizado, el inversionista privado solo asume la obligación de aportar los recursos necesarios (pudiendo determinarlos, con anticipación, como un presupuesto fijo) para dicha gestión. Por su parte, el Estado debe iniciar, tramitar y concluir todas las fases reguladas por la ley especial con el fin de lograr la liberación y/o expropiación de terrenos y de las servidumbres, y así sean entregados totalmente saneados al inversionista privado.

Por lo general, en la mayoría de los casos de proyectos viales autofinanciados, el concesionario asume dichos costos (incluso, en algunos, especificando el límite del presupuesto fijado) y, en el caso de insuficiencia de recursos, este aporta los recursos adicionales para concluir la entrega de terrenos, con cargo al establecimiento de un mecanismo de devolución o reconocimiento de costos adicionales, de común acuerdo, en favor del inversionista privado.

De esta manera, se mitiga en gran medida el riesgo de utilizar recursos públicos para las expropiaciones, y que: estos sean insuficientes, el concesionario sea quien asuma dichos excedentes sin derecho a reembolso (afectando su flujo de caja), el Estado demore en la entrega de terrenos totalmente liberados y saneados, entre otros riesgos.

c) Calendarización del inicio de obras y explotación de la concesión

Según lo comentado por una especialista legal, otro de los aspectos relacionados con la demora en la entrega de terrenos es la afectación con la calendarización de obras y trabajos respecto a la fase constructiva. Esto, en tanto el esquema del proyecto se encuentra configurado en etapas preclusivas, donde la fase preconstructiva (cierre financiero, entrega de terrenos, constitución de derechos, etcétera) condiciona casi en su totalidad el inicio de la fase constructiva.

Dicha situación representa un grave riesgo en el flujo de caja del concesionario, en el caso que los ingresos a su favor estén condicionados a la conclusión de la etapa constructiva.

Recién cuando los componentes constructivos se encuentren terminados y aprobados por el supervisor y por el Estado, se inicia la explotación del proyecto y, por tanto, la recaudación de las tarifas a ser cobradas.

De esta manera, cualquier retraso, ineficiencia en las aprobaciones, demora en la entrega de terrenos o incluso en la constitución de derechos reales necesarios para la ejecución de la obras, afectará de modo directo el flujo de recaudación de la tarifa proyectada y, por tanto, la recuperación de la inversión estimada en el tiempo proyectado por el concesionario.

d) Análisis normativo

Conforme ya ha sido desarrollado, una de las principales trabas para la ejecución de proyectos de inversión que utilizan la herramienta del *project finance* en el Perú, está relacionada con el saneamiento y la liberación de terrenos para la consecución de todas las labores y actividades constructivas requeridas para completar y explotar los proyectos antes mencionados.

De la revisión concerniente al proyecto en ejecución Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, una APP autofinanciada y administrada por Lima Airport Partners (LAP), en la actualidad, se observa la existencia de un gran retraso en la ejecución de las obras de ampliación por causas atribuibles al Estado.

Según declaraciones de la entonces viceministra de Transportes del Ministerio de Transportes y Comunicaciones (MTC) en una entrevista televisiva de un programa de noticias:

El Estado muchas veces es el peor gestor en el tema de liberaciones, mejor es trasladarlo al concesionario para que él se encargue de liberar estos terrenos. Eso lo estamos incluyendo como parte de las adendas y de ahora en adelante queremos ver la forma de tercerizar todo lo que es liberación de predios (*Gestión*, 2016, párr. 3).

Asimismo, la exviceministra Fiorella Molinelli señaló que en el Gobierno anterior, presidido por Humala, se liberaba predios en la ejecución de proyectos, «...pero sin garantizar por lo menos 10 kilómetros que un concesionario necesita para construir» (*Gestión*, 2016, párr. 6). Del mismo

modo, señaló que «...ahora han mapeado estos predios y los liberaron en tramos no menores a 10 kilómetros, “coordinando con el concesionario”» (*Gestión*, 2016, párr. 7).

Como se observa, aun cuando el Estado gestiona las labores de expropiación de terrenos, el concesionario no asegura la disponibilidad de los predios necesarios para la consecución del proyecto. Las normas actuales y vigentes no dan solución a la problemática existente, lo que afecta la inversión en el país, y el Estado todavía no encuentra la fórmula de escape ante estos retrasos.

De la revisión de toda la casuística de América Latina y la problemática actual del desarrollo de proyectos en el Perú, encontramos una posible solución: la aplicación de un silencio positivo contractual, que genere la facultad en el inversionista-operador de los contratos de APP para gestionar de manera directa las expropiaciones necesarias, luego de transcurrido un plazo determinado.

Así, la liberación de los terrenos podría realizarse más rápido y el Estado podría aplicar los procedimientos legales correspondientes de manera más eficiente, con el objetivo de concluir con la entrega de los predios a favor del sector privado.

2.2. Riesgo de demanda como principal riesgo operacional en el proyecto Red Vial 6

El riesgo de percepción de ingresos en el proyecto de inversión vial analizado se encuentra íntimamente relacionado con la fuente de recuperación de inversión del concesionario, en tanto los ingresos expresados mediante el cobro de las tarifas están muy ligados al tráfico del tramo vial y a los niveles de servicio a ser ofrecidos a los usuarios por medio de una infraestructura, según las especificaciones técnicas establecidas por el Estado.

Según Vasallo y Baeza (2010, p. 65), el riesgo de demanda hace referencia al riesgo de que un mayor o un menor número de usuarios utilicen la infraestructura. Para el caso del proyecto analizado, por ser este un proyecto autofinanciado, este riesgo tiene un alto grado de impacto en su viabilidad, pues el concesionario asume este riesgo como suyo y no es compartido

con el Estado. Por ende, cualquier disminución en los niveles de tráfico proyectados impacta, de manera directa, en los ingresos de la concesión.

En la realidad, existen mecanismos para mitigar el riesgo de demanda. Estos se han plasmado en la estructura de los contratos de concesión sobre proyectos viales autofinanciados: tramo vial Quilca-La Concordia y Red Vial 5-tramo vial Ancón-Huacho-Pativilca. En el caso específico de estos proyectos, se han adoptado determinadas medidas para asegurarle al concesionario una garantía de ingresos por tráfico, según los estimados de demanda, conforme a lo siguiente:

**Proyecto Tramo Vial: Quilca-La Concordia
SOBRE EL IMAG**

10.2. El CONCEDENTE se compromete a asegurar al CONCESIONARIO, un nivel de ingresos mínimos anuales por Peaje, y durante el periodo que resulte menor entre: (i) Quince (15) años o, (ii) el plazo correspondiente al repago de la deuda, contados, en ambos casos, desde la fecha de aceptación de la totalidad de las Obras Obligatorias, conforme se indica en los párrafos siguientes.

El pago del IMAG en caso se active, se efectuará a través de fondos provenientes única y exclusivamente del CONCEDENTE conforme a lo establecido en la Cláusula 10.4 (Ositrán, 2015a, p. 74).

**Red Vial 6: Tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Chinca-Pisco-Ica
Garantía de Ingresos por Tráfico**

9.10.- El CONCEDENTE se compromete a asegurar a la SOCIEDAD CONCESIONARIA un ingreso mínimo por Peaje conforme se describe a continuación:

- a) 9'200,000 Ejes Cobrables multiplicado por el Peaje vigente, desde la Fecha de Suscripción del Contrato hasta cumplirse los cuatro (4) años siguientes a dicho evento.
- b) 10'000,000 Ejes Cobrables multiplicado por el Peaje vigente, desde el inicio del quinto (5) año hasta cumplirse el décimo sexto (16) años desde la Fecha de Suscripción del Contrato.
- c) 12'000,000 Ejes Cobrables multiplicado par el Peaje vigente, desde el inicio del décimo séptimo (17) año hasta finalizar la Concesión.

En el caso que únicamente se realice el adelanto de la ejecución de las obras correspondientes a los literales a) y f) del Módulo A de la Segunda Etapa correspondientes al Sub tramo 4, el ingreso mínimo garantizado

desde el momento que la SOCIEDAD CONCESIONARIA esté obligado a iniciar estas Obras hasta cumplirse los dieciséis (16) años contados desde la firma del contrato, será igual a 10'000,000 ejes cobrables multiplicado por el Peaje vigente (Ositrán, 2017; MTC, 2017).

Como se puede apreciar, en ambas concesiones se mitigó el riesgo de demanda con la incorporación de un ingreso mínimo garantizado (IMAG). Por medio de este, el concedente se compromete a asegurar al concesionario un nivel mínimo de ingresos.

La utilización de este mecanismo (ver figura 3.1) permite generar una demanda ficta y, así, asegurar al inversionista un ingreso mínimo que haga «bancable» el proyecto.

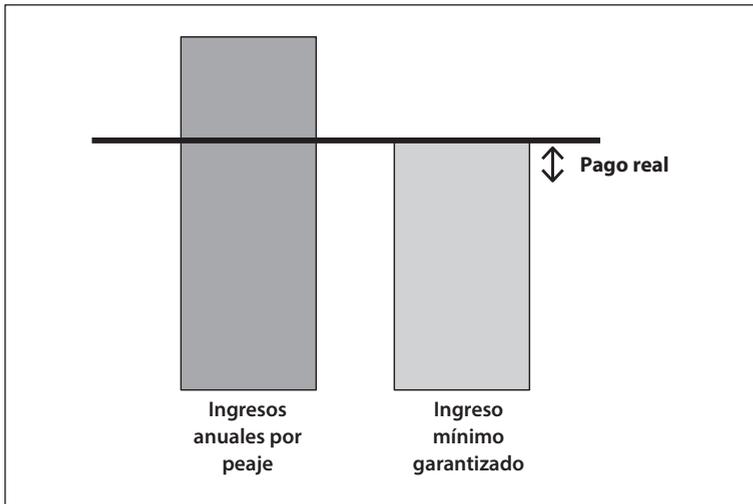


Figura 3.1. Concepto del ingreso mínimo garantizado (IMAG)

Elaboración propia.

En su oportunidad, al momento de emitir su opinión vinculante, el Estado evaluó si la utilización de los mecanismos mencionados convierten o no el proyecto a una naturaleza de cofinanciamiento. De ser así, el proyecto no contaría con la viabilidad necesaria y la adjudicación del proyecto no surtiría efectos jurídicos, deviniendo en nulidad.

Para desarrollar un proyecto con este tipo de mecanismos, se debe evitar desnaturalizar los mecanismos mencionados y encaminar las garantías no financieras otorgadas por el Estado a una probabilidad mínima de utilización de recursos públicos, con el objetivo de lograr la «bancabilidad» del proyecto, de conformidad con lo establecido en la cláusula 13 del Decreto Legislativo del Marco de promoción de la inversión privada mediante asociaciones público privadas y proyectos en activos, que establece lo siguiente:

Artículo 13.- Clasificación

El Informe de Evaluación a cargo del Ministerio, Gobierno Regional o Gobierno Local indica la clasificación del proyecto de Asociación Público Privada, según:

- a. Cofinanciada: es aquel proyecto de Asociación Público Privada que requiere cofinanciamiento o el otorgamiento o contratación de garantías financieras o garantías no financieras que tienen probabilidad significativa de demandar cofinanciamiento.
- b. Autofinanciada: es aquel proyecto de Asociación Público Privada con capacidad propia de generación de ingresos, que no requiere cofinanciamiento y cumple con las siguientes condiciones:
 - Demanda mínima o nula de garantía financiera por parte del Estado, conforme lo establece el Reglamento del presente Decreto Legislativo.
 - Las garantías no financieras tengan una probabilidad nula o mínima de demandar cofinanciamiento, conforme lo establece el Reglamento del presente Decreto Legislativo (MEF, 2015).

2.3. Riesgo geológico en el proyecto Red Vial 6

En la misma línea de lo desarrollado para la expropiación de terrenos, la composición del terreno y del subsuelo donde se desarrollarán las actividades constructivas constituye otro de los aspectos de mayor importancia a ser evaluados en el presente proyecto de inversión vial.

Tal como ha sido señalado en puntos anteriores, el presente proyecto contiene componentes constructivos (la ejecución de puentes), razón por la cual existe la obligación de realizar estudios previos sobre la factibilidad ingenieril para la ejecución y correcta terminación de dichas obras.

Una vez efectuados los estudios, debe realizarse un análisis comparativo de las obligaciones que el concesionario está asumiendo en el contrato

de concesión, específicamente en el anexo especial correspondiente a los eventos y aspectos geológicos, y así determinar el nivel de exposición que se está asumiendo de acuerdo con las características del suelo y subsuelo para el desarrollo de la fase constructiva.

Con el fin de mitigar el riesgo de asumir sobrecostos por causas de eventos geológicos, una de las medidas contractuales que se puede adoptar es consignar en el contrato de concesión un límite de presupuesto a ser asumido por el concesionario para estos efectos. Así, dicho monto puede ser presupuestado con claridad y cualquier exceso, no será de su responsabilidad.

En el caso analizado, el riesgo geológico determinado en los estudios previos fue menor. Sin embargo, en algunos proyectos —como Vías Nuevas de Lima, suscrito en el ámbito local entre la Municipalidad Metropolitana de Lima y el concesionario Rutas de Lima S.A.C.— el riesgo geológico fue mucho mayor. Por ello, se buscó mitigar dicho riesgo con la siguiente fórmula legal en el contrato de concesión:

Proyecto Vías Nuevas de Lima
RIESGO GEOLÓGICO

7.19. El CONCESIONARIO asume el riesgo por la configuración de Eventos Geológicos Extraordinarios no cubiertos por las pólizas de seguro a que se refiere el Capítulo XIII, que se presenten durante la ejecución de las Obras de la Concesión correspondientes a obras subterráneas, túneles o cimentaciones extraordinarias, hasta por un monto máximo acumulado de Cinco Millones y 00/100 Dólares Americanos (USD\$ 5'000,000.00). Los eventos geológicos ordinarios son asumidos por el CONCESIONARIO.

Cuando dichos Eventos Geológicos Extraordinarios representen, de manera acumulada, un importe superior al monto indicado en el primer párrafo de la presente cláusula, corresponderá la aplicación de los mecanismos contractuales previstos en el Capítulo XVIII, respecto de aquellos perjuicios económicos y financieros que haya demostrado haber asumido como consecuencia directa de la configuración de los eventos antes mencionados (Municipalidad Metropolitana de Lima, 2012, p. 57).

La recomendación de los expertos en la determinación de riesgos y ejecución de proyectos de inversión, según las encuestas realizadas, es efectuar una estimación detallada de los costos en que se pueden incurrir, si

la ejecución de las obras generan dificultades por causas de la composición natural del suelo o del subsuelo.

De la experiencia en proyectos de inversión con etapas constructivas que involucran perforación o empleo de maquinaria tuneladora, se observa la importancia de la estimación de los costos y la determinación en el contrato de concesión de un presupuesto máximo a ser asumido por el concesionario.

2.4. Riesgo de competencia como principal riesgo político-legal en el proyecto Red Vial 6

En el Perú, la adjudicación de proyectos de inversión vial se ha efectuado bajo un esquema económico financiero de exclusividad temporal (durante el plazo de vigencia de la concesión) para la explotación del proyecto. Este debería asegurar la recuperación de las inversiones y, por tanto, la «bancabilidad» del proyecto, aspecto esencial que también involucra un riesgo al inversionista.

Con independencia de la problemática en la proyección del tráfico por la naturaleza del proyecto analizado, existe otro aspecto que debe ser tomado en cuenta con especial cuidado por el inversionista: la competencia de otras vías alternas.

Hasta la fecha, no se ha presentado ningún caso en donde exista una situación de competencia entre proyectos viales concesionados. Al respecto, en todos los contratos de concesión, el Ministerio de Transportes y Comunicaciones y el concesionario han reconocido que el contrato de concesión se encuentra en una situación de equilibrio económico-financiero en términos de derechos, responsabilidad y riesgos asignados a las partes, por lo que declaran su compromiso de mantener dicho equilibrio en todo el periodo de duración del contrato.

En caso de afectación por cambios en el marco normativo (que incluye la emisión de directrices y resoluciones), el mismo contrato estipula un mecanismo de restablecimiento del equilibrio económico-financiero si la concesión se ve afectada, exclusiva y explícitamente, por cambios en las leyes y disposiciones aplicables, en la medida que cualquiera de ellos tenga exclusiva relación con aspectos económicos-financieros vinculados a los

ingresos y/o costos de inversión, operación y conservación de los tramos viales objetos de la concesión.

Todos estos aspectos son revisados y evaluados por el Ositrán y por el MEF, institución que, de acuerdo con la norma vigente (Decreto Legislativo 1224 y su reglamento), ostenta el rango de ente rector y máxima autoridad técnico normativa del Sistema Nacional de Promoción de la Inversión Privada y otorga la aprobación final de todos los contratos de APP.

2.5. Riesgo de «bancabilidad» en el proyecto Red Vial 6

A manera de resumen, todos los riesgos involucrados en el presente proyecto confluyen en la afectación de obtener el financiamiento correspondiente con los acreedores permitidos, quienes revisarán el texto contractual con el objetivo de determinar si existe una correcta y eficiente distribución de riesgos. De existir alguna dificultad o incongruencia, requerirán determinadas modificaciones al texto contractual.

Por esta razón, al momento de la estructuración del proyecto, es muy importante que la redacción de las bases y/o del contrato correspondiente incluya una correcta y eficiente asignación de los riesgos involucrados en el proyecto, a pesar de su impacto (mayor o menor).

Además, en los contratos de concesión, el cierre financiero se configura como el acto mediante el cual el concesionario acredita frente al Estado que cuenta con los recursos financieros suficientes para poder iniciar la fase constructiva y, por tanto, ejecutar las obras a su cargo. Esta acreditación debe efectuarse en un plazo de hasta doce meses, aproximadamente, luego de la suscripción del referido contrato de concesión.

Como puede observarse, este requisito es previo al inicio de toda actividad involucrada en la concesión, por lo que el inversionista debe prestarle especial cuidado. Si bien las partes contractuales pretenden efectuar una correcta y eficiente asignación de los riesgos mencionados, en la práctica, los acreedores permitidos efectúan un control posterior adicional y solicitan la modificación contractual correspondiente mediante la suscripción de un adenda al contrato de concesión.

A manera de ejemplo, en los contratos de los proyectos Tramo Vial Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica (Red Vial 6) y Vías Nuevas de Lima se han propuesto adendas por asuntos de «bancabilidad». Los documentos que contienen el texto de las adendas a los contratos de concesión se presentan en Municipalidad Metropolitana de Lima (2014).

3. Matriz de riesgos del proyecto Red Vial 6

En la estructuración de proyectos de inversión que utilizan el esquema de *project finance*, los especialistas consultados para realizar la presente investigación coinciden en la importancia de la correcta y eficiente distribución y asignación de riesgos entre los participantes para la ejecución de todos los contratos involucrados. Así como, la satisfacción y el desempeño de los derechos y las obligaciones que asumen cada parte contractual del *project finance*.

De conformidad con los documentos consultados, elaborados por el Banco Mundial (Phillips, 2008; World Bank Group, 2017), para que la asignación de riesgos pueda ser realizada se debe elaborar una matriz de riesgo. Continuando con el análisis del proyecto Red Vial 6, iniciado en las secciones anteriores, en el cuadro 3.2 se presenta la matriz de riesgos correspondiente.

La matriz de riesgos, elaborada sobre la base del proyecto vial Red Vial 6, describe con detalle cada uno de los riesgos asociados al proyecto y la manera de mitigarlos con el fin de minimizar o evitar su impacto en el desarrollo y ejecución del proyecto de inversión vial.

Cabe resaltar que de la información publicada por Ositrán (2017), el contrato de concesión del proyecto vial Red Vial 6 ha tenido seis (6) adendas al texto contractual. Esto evidencia que la matriz de riesgos, efectuada al momento de la redacción del contrato de concesión, no fue la más eficiente y/o, en todo caso, los mecanismos para mitigar los riesgos previamente identificados no cumplieron con el objetivo planteado entre las partes.

Cuadro 3.2. Matriz de riesgos del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

1. Riesgo en el diseño del proyecto						
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Mitigaciones	Cláusulas	
		Estado	Privado			No se aplica
	1.1.1 Fallas en las especificaciones técnicas exigidas por el Estado	X			La Sociedad Concesionaria (SC) ejecutará las obras de acuerdo a los diseños y especificaciones técnicas del Estudio Definitivo de Ingeniería (EDI), los mismos que han sido aprobados por El Concedente. El incumplimiento de los mismos conlleva a la aplicación de las penalidades correspondientes.	Cláusulas 6.1 y 6.2. Anexo II.
1.1 Defectos del diseño	1.1.2 Fallas en el diseño ofertado por el privado	X			Se encuentran cubiertas por la póliza de obras civiles terminadas contratada por la SC. Es responsabilidad del supervisor de obras fiscalizar la correcta ejecución de la fase constructiva del proyecto.	Cláusula 10.2 inciso e), Cláusula 6.8.
	1.1.4 Errada supervisión y control de los Estudios Definitivos de Ingeniería (EDI)	X	X		Se encuentran mitigadas por la contratación de la póliza de seguro contra todo riesgo de construcción, cubriendo riesgo de diseño, de ingeniería, riesgos catastróficos, entre otros.	Cláusula 10.2 inciso d).
	1.2.1 Modificaciones al EDI aprobado	X			La SC puede solicitar modificaciones al EDI, los cuales deberán ser aprobados por el Concedente. Se debe respetar el artículo 57° de las bases.	4to. párrafo de la Cláusula 6.2. Artículo 57° de las bases.
1.2 Retraso en la culminación del diseño	1.2.2 Retraso en la aprobación de los EDI	X			Incluyendo un procedimiento de aprobación de los EDI y sus modificaciones, con plazos y silencios aplicables en el contrato, con el fin de agilizar las aprobaciones en la etapa constructiva.	No aplica.
1.3 Incremento en los costos del diseño	1.3.1 Incremento en los costos de elaboración de los EDI	X			La SC tiene la obligación de asumir todos los costos en los que se incurra para la elaboración del EDI.	Párrafo N° 9 de la Cláusula 6.2.

2. Riesgo en la construcción del proyecto						
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Mitigaciones	Cláusulas	
		Estado	Privado			No se aplica
2.1 Incremento en los costos de construcción	2.1.1 Variación de los costos de inversión por mayor cantidad de obras no previstas por el privado		X		<p>Cualquier variación en los costos de inversión no contará con un reconocimiento económico a favor de la SC, salvo que estas obras no sean consideradas como obras nuevas.</p> <p>El incremento de los costos de construcción es asumido íntegramente por la SC. Por tanto, el incremento de los precios de los insumos y equipos que forman parte de la Inversión Projectada Referencial del proyecto también es asumido por esta.</p> <p>Cualquier cambio normativo que afecte el proyecto incluyendo el proceso constructivo se encuentra cubierto por la cláusula del equilibrio económico-financiero.</p> <p>Cualquier cambio normativo que afecte el proyecto incluyendo el proceso constructivo se encuentra cubierto por la cláusula del equilibrio económico-financiero.</p>	<p>Párrafo N° 9 de la Cláusula 6.2 y cláusulas 6.20 y 6.22.</p> <p>Cláusula 6.1 y Anexo II.</p> <p>Cláusula 8.20.</p> <p>Cláusula 8.20.</p>
	2.1.2 Incremento de los costos de inversión por incremento de los precios de los insumos y equipos		X			
	2.1.3 Cambios en el marco legal general que afecten al proceso constructivo		X			
	2.1.4 Acción específica del Gobierno que afecte la concesión		X			
	2.1.5 Eventos geológicos				X	



<p>2.2 Falta de permisos, licencias y autorizaciones aprobaciones</p>	<p>2.2.1 Falta de licencias, permisos y autorizaciones que retarden el inicio de la obra</p>	<p>X</p>	<p>Es obligación de la SC como condición previa al inicio de las obras, bajo sanción de aplicación de penalidades por incumplimiento de los plazos. El Concedente deberá hacer sus mejores esfuerzos para que la SC obtenga dichas licencias, permisos, etcétera.</p>	<p>Cláusula 6.15.</p>
	<p>2.2.2 Ambiental: falta de licencias, permisos y autorizaciones</p>	<p>X</p>	<p>La SC se compromete a asumir la responsabilidad de protección del medio socioambiental y está obligada como condición previa al inicio de las obras, bajo sanción de aplicación de penalidades por incumplimiento de los plazos.</p>	<p>Cláusula 6.15 y cláusulas 11.2 y 11.4.</p>
	<p>2.2.3 Restos arqueológicos: retraso en la Certificación del Instituto Nacional de Antropología.</p>	<p>X</p>	<p>Es obligación de la SC obtener las certificaciones necesarias, como requisito previo para el inicio de las obras, bajo sanción de aplicación de penalidades por incumplimiento de plazos.</p>	<p>Cláusula 11.11 y Cláusula 6.15.</p>
	<p>2.2.4 La construcción toma más tiempo que el previsto por el privado</p>	<p>X</p>	<p>La SC tiene un plazo máximo para la ejecución de las obras. A través de la supervisión se fiscaliza el cumplimiento de los plazos bajo sanción de aplicación de penalidades a la SC.</p>	<p>Cláusula 6.15.</p>
	<p>2.2.5 Deficiencia en el abastecimiento de materiales y equipos</p>	<p>X</p>	<p>La SC es la responsable del diseño y ejecución de obras, por lo que deberá definir también los materiales que empleará, siempre que cumpla con los requisitos técnicos mínimos.</p>	<p>Cláusula 6.1 y Anexo II.</p>
	<p>2.2.6 Accidentes laborales</p>	<p>X</p>	<p>Estos eventos están cubiertos por la póliza de seguros de riesgos laborales, en la cual la SC se obliga a contratar una póliza de Seguro Complementario de Trabajo de Riesgo (SCTR).</p>	<p>Cláusula 10.2, literal c).</p>



→ Cuadro 3.2. Matriz de riesgos del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

2. Riesgo en la construcción del proyecto					
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Mitigaciones	Cláusulas
		Estado	Privado		
	2.2.7 Demora en la aprobación de las obras	X			Cláusula 6.1.
2.2 Falta de permisos, licencias y aprobaciones	2.2.8 Retraso en las expropiaciones de terrenos	X	X	El Concedente debe haber constituido a la fecha de cierre un fondo de fideicomiso destinado exclusivamente a las actividades de adquisición y expropiación de predios, siendo el responsable de gestionar las expropiaciones que requiera el proyecto, y la SC de efectuar los desembolsos por los costos vinculados a las expropiaciones por un monto máximo.	Cláusula 3.3, literal j).
	2.2.9 Retraso en la constitución de servidumbres		X	El Concedente es el responsable de imponer las servidumbres que requiera la SC. Los costos relacionados con los procedimientos de imposición de servidumbres serán asumidos en su totalidad por la SC.	Cláusula 5.16.

<p>2.3.1 Errores en la supervisión y control de las obras</p>	<p>X</p>	<p>El Concedente, a través del supervisor de obras, es el responsable de efectuar las acciones de fiscalización técnica durante el desarrollo de las obras.</p>	<p>Cláusula 6.8.</p>
<p>2.3.2 Defectos en la ejecución de la obra</p>	<p>X</p>	<p>La correcta ejecución de las obras es responsabilidad de la SC, bajo sanción de ejecución de la Garantía de Fiel Cumplimiento del contrato que garantiza todas las obligaciones establecidas en el contrato, como es el cumplimiento del EDI.</p>	<p>Cláusula 9.2, Cláusula 6.8 e inciso d) de la Cláusula 10.2.</p>
<p>2.3 No cumplimiento de las especificaciones técnicas de la construcción según el EDI probado</p>	<p>X</p>	<p>Se aplicará el régimen de Obras Complementarias y Nuevas solicitadas por el Concedente.</p>	<p>Cláusula 6.20.</p>
<p>2.3.4 Modificaciones al diseño solicitadas por el privado</p>	<p>X</p>	<p>La SC puede solicitar cambios al diseño contenido en el EDI, siempre y cuando estos no impliquen una ampliación del plazo de las obras ni compensaciones adicionales, y sean aprobados por el Concedente.</p>	<p>Párrafo N° 4 de la Cláusula 6.2.</p>
<p>2.3.5 Solicitud de obras adicionales por parte del Estado</p>	<p>X</p>	<p>Son obras adicionales y serán ejecutadas a costo del Concedente contratando a un tercero.</p>	<p>Cláusulas 6.20 y 6.21.</p>
<p>2.3.6 Solicitud de obras adicionales por parte del privado</p>	<p>X</p>	<p>No aplica.</p>	<p>No aplica.</p>



→ Cuadro 3.2. Matriz de riesgos del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

2. Riesgo en la construcción del proyecto						
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Mitigaciones	Cláusulas	
		Estado	Privado			No se aplica
2.4 Riesgo de no cumplimiento de obra	2.4.1 El concesionario abandona el proyecto	X			El incumplimiento de la SC está sujeto a la aplicación de ejecución de garantías y a la caducidad de la concesión. Se considera que la SC ha incurrido en un “abandono del proyecto”, siempre y cuando incumpla alguna de las obligaciones que constituyen causales de caducidad de la concesión.	Cláusula 14.1 en adelante.
	2.4.2 El concesionario cae en insolvencia		X		Se aplica la resolución del contrato y se ejecuta la Garantía de Fiel Cumplimiento.	Cláusula 14.7, Cláusula 14.8 y Cláusula 14.14.
	2.4.3 Infraestructura no cumple con los requisitos para iniciar la explotación	X			El incumplimiento de la SC está sujeto a la aplicación de ejecución de garantías y de imposición de penalidades.	Cláusula 14.7, Cláusula 14.8 y Cláusula 14.14.
	2.4.4 Por causas atribuibles al concesionario			X	Ante el incumplimiento de la SC se ejecutará la Garantía de Fiel Cumplimiento.	Cláusula 14.14.
	2.4.5 Por causas atribuibles al Concedente	X			El incumplimiento del Concedente otorga al concesionario una indemnización a este.	Cláusulas 14.4 y 14.12.

3. Riesgo en la explotación y mantenimiento del proyecto				
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Cláusulas
		Estado	No se aplica	
3.1 Incremento en los costos de explotación	3.1.1 Cambios originados por iniciativa del privado	X		Cláusula 8.1. El incremento de los costos en la explotación del proyecto es asumido íntegramente por la SC.
	3.1.2 Ineficiencias en la explotación causada por el diseño	X		Son asumidos por la SC. Los incumplimientos en la explotación por causas del diseño (obras) se encuentran cubiertos por: (i) la Garantía de Fiel Cumplimiento de construcción de obras, que garantiza la correcta ejecución y entrega de las obras, vigente hasta dos años posteriores a la conclusión de las mismas (segunda etapa) y, (ii) la Póliza de Obras Civiles Terminadas, la cual está vigente incluso hasta dos años posteriores al fin de la concesión.
	3.1.3 Incremento en los precios de los insumos y equipos	X		El incremento de costos es asumido íntegramente por la SC, salvo los casos de fractura del equilibrio económico-financiero por cambios en las leyes.
	3.1.4 Aumento en las primas de seguro	X		La SC es la obligada exclusiva de contar durante la vigencia del contrato con las pólizas de seguros, así como de asumir los costos relacionados con dicha obligación, salvo los casos de fractura del equilibrio económico-financiero.
	3.1.5 Aumento de costos por problemas de explotación	X		La SC es la obligada exclusiva por la explotación de la concesión, así como de asumir los costos relacionados con dicha obligación.



→ Cuadro 3.2. Matriz de riesgos del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

3. Riesgo en la explotación y mantenimiento del proyecto				
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Cláusulas
		Estado	Privado	
3.1 Incremento en los costos de explotación	3.1.6 Costos suben por cambio de las leyes aplicables	X		Cláusula 8.20.
	3.2 Incremento en el costo de mantenimiento		X	Cláusula 7.3 y siguientes.
3.3 Incumplimiento de los niveles de servicio	3.3.1 Fallas en la disponibilidad del servicio imputables al concesionario		X	Cláusulas 8.12 y 8.13, y Anexo I.
	3.3.2 Fallas en la disponibilidad del servicio imputables al Concedente	X		Cláusula 4.2 y Cláusula 14.6.
	3.3.3 El Concedente cambia los niveles de servicio	X	X	Cláusula 16.1.
	3.3.4 Cambios en las exigencias de los niveles de servicio	X	X	Cláusula 16.1.

<p>3.4 Riesgo asociado con el estado del activo</p> <p>3.4.1 Estado del activo</p>	<p>X</p>	<p>La SC está obligada a reponer, sustituir y devolver el estado del activo en las condiciones normales del contrato. El incumplimiento de este evento conlleva a la aplicación de penalidades.</p>	<p>Sección VII.</p>
<p>3.5 Riesgos asociados a la Responsabilidad Civil</p> <p>3.5.1 Daños directos, indirectos y otros perjuicios económicos</p> <p>3.5.2 Sector público reclama el activo antes de la terminación del periodo de concesión</p>	<p>X</p>	<p>Estos eventos se encuentran coberturados con la póliza de seguro de Responsabilidad Civil.</p> <p>En caso ocurra este evento, la SC tiene el derecho de invocar la causal de caducidad de la concesión y exigir la compensación correspondiente.</p>	<p>Cláusula 10.2, literal a).</p> <p>Cláusula 14.6.</p>
<p>4. Riesgo de tipo comercial y de generación de ingresos del proyecto</p>			
<p>¿Cuál es el riesgo?</p>	<p>¿Cómo surge?</p>	<p>Asignación del riesgo</p>	<p>Mitigaciones</p>
<p>4.1 Tarifa insuficiente a largo plazo</p>	<p>Estado Privado</p>	<p>No se aplica</p>	<p>Cláusulas</p>
<p>4.1.1 La SC es responsable de determinar las tarifas</p>	<p>X</p>	<p>X</p>	<p>Sección VIII.</p>
<p>4.1.2 El Concedente/Regulador es responsable de determinar las tarifas</p>	<p>X</p>	<p>X</p>	<p>Cláusula 8.2 y siguientes.</p>
<p>4.1.3 Riesgo de cobro: evasión de pago por parte de los usuarios</p>	<p>X</p>	<p>X</p>	<p>Cláusula 8.1 y siguientes.</p>
<p>4.1.4 Rechazo al cobro de las tarifas</p>	<p>X</p>	<p>X</p>	<p>Cláusula 8.1 y siguientes.</p>



→ Cuadro 3.2. Matriz de riesgos del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

4. Riesgo de tipo comercial y de generación de ingresos del proyecto					
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Mitigaciones	Cláusulas
		Estado	Privado		
4.2 Cambios en la demanda	4.2.1 Reducción en la cantidad demandada	X	X	Existe un riesgo compartido. El Concedente se compromete a una Garantía Tarifaria.	Cláusula 9.9.
	4.2.2 Reducción en la cantidad demandada por competencia generada por otra iniciativa estatal	X		Se fractura el equilibrio económico-financiero, figura que permite a la SC a recuperar sus inversiones a través de la caducidad por causales imputables al Concedente.	Cláusula 8.20.
	4.3.1 Incumplimiento en los niveles de servicio por parte del privado		X	La SC tiene la obligación de cumplir con los niveles de calidad establecidos en el contrato. Asimismo, de no cumplirlos se aplican penalidades y existe la Garantía de Cumplimiento de Contrato.	Cláusulas 8.12 y 8.13.
4.3 Cambios en la oferta y/o en la calidad del servicio	4.3.2 Reducción en la cantidad ofertada	X		Existe un riesgo compartido. El concedente se compromete a una Garantía Tarifaria.	Cláusula 9.9.
	4.3.3 Tecnología obsoleta o deficiente		X	La SC tiene la obligación de cumplir con los niveles de calidad establecidos en el contrato. Asimismo, de no cumplirlos se aplican penalidades y existe la Garantía de Cumplimiento de Contrato.	Cláusulas 8.12 y 8.13.

4.4.1 El Concedente no está autorizado de firmar contrato o excede a sus poderes de decisión	X	En caso ocurra este evento, la SC tiene el derecho de invocar la causal de caducidad de la concesión y exigir la compensación correspondiente.	Cláusula 14.6.
4.4.2 Nuevo representante de Gobierno trata de anular el contrato	X	En caso ocurra este evento, la SC tiene el derecho de invocar la causal de caducidad de la concesión y exigir la compensación correspondiente.	Cláusula 14.6.
4.4 Contrapartida			
4.4.3 El concesionario es determinado culpable por prácticas de corrupción	X	Se producirá la ejecución de la Garantía de Cumplimiento de Contrato y la resolución del contrato por incumplimiento de la SC.	Inciso b) de la Cláusula 9.2, y Cláusula 14.7.
4.4.4 Deterioro de la exposición crediticia de los accionistas	X	Podrá aplicarse la caducidad del contrato, en caso la SC incurra en estado de declaración de disolución, quiebra, insolvencia.	Cláusula 14.7.
4.5.1 Devaluación de la moneda, fluctuaciones monetarias y del tipo de cambio	X	Estas variaciones son consideradas implícitamente dentro de la responsabilidad exclusiva de la SC en la ejecución de las obras. Esto se encuentra coberturado por la Garantía de Cumplimiento de Construcción de Obras.	Inciso b) de la Cláusula 9.2.
4.5 Cambiario			
4.5.2 Restricciones a la convertibilidad o transferencia	X	La SC tiene derecho a la libre convertibilidad de monedas y libre transferencia de divisas.	Derecho por Decreto Legislativo 662 y 757.



→ Cuadro 3.2. Matriz de riesgos del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

5. Riesgos financieros del proyecto					
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Mitigaciones	Cláusulas
		Estado	Privado		
5.1 No consecución del financiamiento	5.1.1 Dificultad del privado para cumplir con los requisitos solicitados por el financiador		X		El cierre financiero constituye una obligación de la SC, sin perjuicio de la aplicación de las penalidades y la causal de caducidad correspondiente. Cláusula 3.3, literal e).
5.2 Deuda: deterioro en las condiciones financieras (plazos y tasas de interés) entre la firma del contrato y el cierre financiero	5.2.1 Variación de la tasa de interés		X		El cierre financiero constituye una obligación de la SC, sin perjuicio de la aplicación de las penalidades y la causal de caducidad correspondiente. Dicha obligación incluye que la SC asume todo tipo de riesgo financiero (tasa de interés) y deberán buscar los mejores mecanismos que lo mitigue de manera privada. Cláusula 3.3, literal e).
	5.2.2 Variación del tipo de cambio		X		El cierre financiero constituye una obligación de la SC, sin perjuicio de la aplicación de las penalidades y la causal de caducidad correspondiente. Dicha obligación incluye que la SC asume todo tipo de riesgo financiero (tipo de cambio) y deberán buscar los mejores mecanismos que lo mitigue de manera privada. Cláusula 3.3, literal e).

6. Riesgos por fuerza mayor del proyecto						
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Mitigaciones	Cláusulas	
		Estado	Privado			No se aplica
6.1 Actos de Dios	6.1.1 Causas naturales: terremoto, inundaciones, heladas, etcétera	X	X		Estos eventos se encuentran dentro de la cobertura de la póliza de seguro exigida en el contrato. En caso estos eventos impidan las obligaciones a cargo de la SC, el contrato permite aplicar la suspensión de las obligaciones hasta la terminación de estos hechos.	Cláusula 10.2, literal d) y Cláusula 18.1.
	6.1.2 Conflictos laborales, huelgas, sindicatos	X	X		Estos eventos se encuentran dentro de la cobertura de la póliza de seguro exigida en el contrato. En caso estos eventos impidan las obligaciones a cargo de la SC, el contrato permite aplicar la suspensión de las obligaciones hasta la terminación de estos hechos.	Cláusula 10.2, literal d).
	6.1.3 Conflictos sociales que afecten directamente al proyecto	X	X		Estos eventos se encuentran dentro de la cobertura de la póliza de seguro exigida en el contrato. En caso estos eventos impidan las obligaciones a cargo de la SC, el contrato permite aplicar la suspensión de las obligaciones hasta la terminación de estos hechos.	Cláusula 10.2, literal d).
	6.1.4 Guerras	X	X		Estos eventos se encuentran dentro de la cobertura de la póliza de seguro exigida en el contrato. En caso estos eventos impidan las obligaciones a cargo de la SC, el contrato permite aplicar la suspensión de las obligaciones hasta la terminación de estos hechos.	Cláusula 10.2, literal d).



→ Cuadro 3.2. Matriz de riesgos del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

6. Riesgos por fuerza mayor del proyecto				
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Cláusulas
		Estado	Privado	
6.1 Actos de Dios	6.1.5 Incendio, vandalismo, colisiones	X	X	Estos eventos se encuentran dentro de la cobertura de la póliza de seguro exigida en el contrato. En caso estos eventos impidan las obligaciones a cargo de la SC, el contrato permite aplicar la suspensión de las obligaciones hasta la terminación de estos hechos.
	6.1.6 Situación económica internacional		X	Este evento no constituye una causal de fuerza mayor. Todo evento que califique como "fuerza mayor" y afecten el cumplimiento de las obligaciones de las partes, ocasionará la suspensión o la caducidad de la concesión, según corresponda.
6.2 Cambios legales	6.2.1 Cambios en el marco legal general		X	Se considera que los cambios legales están regidos bajo la Cláusula de Equilibrio Económico-Financiero y no constituyen un evento de fuerza mayor.
	6.2.2 Cambios legales, regulatorios o contractuales específicos que afecten al contrato		X	
6.3 Cambios políticos	6.2.3 Cambio en el impuesto sobre la renta		X	Estos eventos no constituyen una causal de fuerza mayor. El contrato estipula en el Capítulo XVII los mecanismos aplicables para la solución de controversias.
	6.3.1 Ruptura o caducidad del contrato por parte del Estado		X	

7. Riesgos ambiental y social del proyecto				
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Cláusulas
		Estado	Privado No se aplica	
7.1 Estudios de impacto ambiental (EIA)	7.1.1 Incumplimiento en entrega de los estudios técnicos	X		Es obligación de la SC presentar el EIA correspondiente, como requisitos previo para el inicio de las obras, bajo sanción de aplicación de penalidades por incumplimiento de plazos. Cláusula 11.1 y siguientes.
	7.1.2 Deficiencia en el contenido de los estudios técnicos	X		El contenido de estos estudios deberá cumplir con los lineamientos establecidos por la autoridad ambiental competente, como requisito previo para la ejecución de obras, bajo sanción de aplicación de penalidades por incumplimiento de plazos. Cláusula 11.1 y siguientes.
	7.1.3 Incremento del presupuesto de las actividades de mitigación	X		La SC debe cumplir con las actividades de mitigación incluidas en los EIA aprobados. Estas actividades son de exclusiva responsabilidad y costo de la SC, cumpliendo con la normativa ambiental vigente, bajo sanción de aplicación de penalidades correspondientes. Cláusula 11.1 y siguientes.
7.2 Incidentes ambientales	7.2.1 Pasivo ambiental preexistente	X		Constituye obligación del Concedente efectuar el saneamiento de las condiciones preexistentes relacionadas con el pasivo ambiental. Debe incluirse una estipulación expresa en este sentido. Se encuentra implícito en la Cláusula 11.4, segundo párrafo.
	7.2.2 Falla en la operación	X		La SC es el responsable por las fallas que ocurran en la operación de la concesión por incidentes ambientales, bajo sanción de aplicación de penalidades correspondientes. Cláusula 11.4.



→ Cuadro 3.2. Matriz de riesgos del contrato de concesión del proyecto Red Vial 6: tramo Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica

7. Riesgos ambiental y social del proyecto				
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Cláusulas
		Estado	Privado No se aplica	
7.2 Incidentes ambientales	7.2.3 Encontrar restos arqueológicos no previstos		X	Es obligación de la SC cumplir con la normativa de protección de los restos arqueológicos, pudiendo aplicar la cláusula de suspensión del contrato. Cláusula 11.11.
7.3 Incidentes ambientales y sociales	7.3.1 No aceptación por la población donde se ubica el proyecto	X		Concertación del proyecto con las respectivas alcaldías de la zona de influencia. Cláusula 11.10.
7.4 Costos ambientales	7.4.1 Mayores actividades de mitigación	X	X	Las actividades de mitigación contemplados en el contrato, a través de los EIA aprobados son de exclusiva responsabilidad y costo de la SC, cumpliendo con la normativa ambiental vigente, bajo sanción de aplicación de penalidades correspondientes. Sin embargo, aquellas actividades de mitigación no contempladas en el contrato, serán consideradas a costo de la SC. Cláusula 11.6.
7.5 Marco regulatorio ambiental	7.5.1 No cumplimiento de las normas medioambientales y lo dispuesto por el EIA		X	Podrá aplicarse las penalidades por incumplimiento, así como la caducidad del contrato, en caso la SC ocasiona grave alteración del ambiente y/o recursos naturales. Cláusula 11.2 y siguientes.

8. Riesgo de terminación anticipada del contrato del proyecto					
¿Cuál es el riesgo?	¿Cómo surge?	Asignación del riesgo		Mitigaciones	Cláusulas
		Estado	Privado		
8.1 Por parte del Concedente	8.1.1 El Concedente termina el contrato anticipadamente		X		Cláusula 14.10 y siguientes.
8.2 Por parte del concesionario	8.2.1 El privado termina el contrato anticipadamente			X	No aplica.

Fuente: Ositrán, 2017; MTC, 2017.

Elaboración propia.

4

Aspectos tributarios y contables

Luego de analizar los principales riesgos desarrollados en un proyecto de inversión bajo el esquema de un *project finance*, es necesario brindar al inversionista una visión del escenario tributario y contable actual. De esa manera, se generará una mayor confianza en la aplicación de los principales impuestos y normas de contabilidad en el país.

En la primera parte del capítulo se evaluará el impacto generado por la aplicación de dichos impuestos en una APP que utilice la herramienta del *project finance*, analizando además el tratamiento tributario de una SPE, como parte interviniente de la citada estructura financiera.

Asimismo, invitamos al inversionista a que tome conocimiento de la existencia de beneficios tributarios a los cuales podría acceder, si decide invertir en el Perú, tales como: el régimen de recuperación anticipada del impuesto general a las ventas (IGV), la suscripción de convenios de estabilidad jurídica, la promoción de la inversión en la Amazonía y el reintegro tributario.

De otro lado, si un inversionista desea poner en marcha un proyecto de inversión bajo la modalidad de APP deberá determinar las posibles contingencias que pudieran surgir en su ejecución, pues será imposible prever todos los imprevistos. Sin embargo, sí podría tener certeza del tratamiento

fiscal que deberá aplicar en el desarrollo del proyecto de inversión con el fin de obtener una mayor rentabilidad.

Por tal motivo, este capítulo tiene como objetivo otorgar al inversionista, estructurador y consultor, los conocimientos fiscales y contables necesarios a tener en cuenta para que el proyecto de inversión logre su «bancabilidad».

1. Consideraciones fiscales para proyectos de inversión en el Perú

Si se parte de la premisa que el Perú es un país atractivo para la inversión y su sistema tributario constituye la fuente principal de sus recursos, será necesario brindar al inversionista conocimientos fiscales esenciales respecto a la aplicación de los principales impuestos en un proyecto de inversión en el país. Esto lo ayudará a prever las posibles contingencias que pudieran surgir en su ejecución.

En ese orden de ideas, nuestra Constitución Política establece en su capítulo IV¹⁵ las normas relacionadas con el régimen tributario y presupuestal del país, a partir de las cuales se estipula que los tributos se crean, modifican o derogan, exclusivamente, por ley o por decreto legislativo en caso de delegación de facultades. Asimismo, regula el principio de no confiscatoriedad de los tributos y garantiza el derecho a la reserva tributaria.

Por su parte, la competencia para la administración y recaudación tributaria le corresponde a la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (Sunat) y, en algunos casos de manera especial, a las municipalidades y organismos reguladores.

Asimismo, cabe precisar que al aplicar las normas tributarias, la referida institución podrá emplear todos los métodos de interpretación admitidos por el derecho, considerando como restricción que por «...vía de interpretación no podrá crearse tributos, establecerse sanciones, concederse exoneraciones, ni extenderse las disposiciones tributarias a personas o supuestos distintos de los señalados en la ley» (*El Peruano*, 2013, p. 497748).

15. Comprende los artículos 74° a 82° de la Constitución Política del Perú.

Se debe indicar que nuestro ordenamiento tributario, mediante la norma XVI del Título preliminar del TUO del Código Tributario¹⁶, desarrolla la cláusula antielusiva general, referida a situaciones consideradas como elusión tributaria o transacciones simuladas. No obstante, su aplicación se encuentra suspendida, con excepción de lo dispuesto en su primer y último párrafo, hasta que el Poder Ejecutivo establezca los parámetros de fondo y forma para su aplicación.

Por otro lado, el Perú ha suscrito y ratificado convenios para evitar la doble imposición con Brasil, Chile, Canadá, Portugal, Corea del Sur, Suiza y México. Además, al formar parte de la Comunidad Andina, al igual que Colombia, Ecuador y Bolivia, la Decisión 578 se constituye en la herramienta para la aplicación de dichos convenios.

De lo expuesto se puede concluir que el Estado peruano garantiza y promueve la inversión en el país, y establece como principales beneficios tributarios aplicables a los proyectos de inversión: el régimen de recuperación anticipada del IGV, la suscripción de convenios de estabilidad jurídica, el reintegro tributario y la promoción de la inversión en algunas zonas del país, como la Amazonía. No obstante, independientemente de su nacionalidad o domicilio, si el inversionista realiza actividad empresarial en el país, se encontrará obligado al pago de impuestos.

Los impuestos con mayor incidencia en el desarrollo de un proyecto de inversión, son los siguientes:

- Impuesto a la renta (IR)
- Impuesto general a las ventas (IGV)
- Impuesto selectivo al consumo (ISC)
- Impuesto predial

Por último, según lo indicado por el especialista tributario encuestado, las variables más relevantes en un proyecto de inversión son: «... medir el impacto fiscal de la estructura de capital, locación de accionistas

16. Norma incorporada por medio del Decreto Legislativo 1121 (artículo 3°), publicado el 18 de julio de 2012, siendo suspendida, con excepción de lo dispuesto en su primer y último párrafo, mediante la Ley 30230 (artículo 8°), publicada el 12 de julio de 2014.

o acreedores en caso de deuda, firma de contratos de estabilidad; y evaluar las operaciones con los países que hemos firmado un convenio de doble imposición...».

1.1. Impuesto a la renta (IR)

Según lo señalado por Bravo:

El Impuesto a la Renta es un tributo que se precipita directamente sobre la renta como manifestación de riqueza. En estricto dicho impuesto grava el hecho de percibir o generar renta, la cual puede generarse de fuentes pasivas (capital), de fuentes activas (trabajo dependiente o independiente) o de fuentes mixtas (realización de una actividad empresarial = capital + trabajo) (2013, p. 218-219).

En efecto, el impuesto a la renta es un tributo de periodicidad anual que grava el hecho de percibir renta; es decir, grava los ingresos derivados del capital, trabajo o la combinación de ambos, así como las ganancias de capital y los incrementos patrimoniales establecidos expresamente en la ley del impuesto a la renta (LIR).

Cabe indicar que los criterios de vinculación del impuesto a la renta en el país son: el criterio de la fuente (se tributa solo por las rentas obtenidas en lo atribuible a dicho territorio) y el criterio del domicilio (se tributa por todas sus rentas, independientemente de si son de fuente nacional o extranjera).

En función de dichos criterios se determina el tratamiento tributario aplicable al impuesto a la renta, tanto para contribuyentes domiciliados como para no domiciliados. En el caso de un contribuyente domiciliado en el país, este tributará por sus rentas de fuente mundial, es decir, tanto por sus rentas de fuente peruana como extranjera; y en el caso de un contribuyente no domiciliado, tributará solo sobre sus rentas de fuente peruana, tal como se detalla en la figura 4.1.

Cabe indicar que si bien las sucursales y los establecimientos permanentes de personas jurídicas no domiciliadas califican como domiciliadas en el país, para efectos tributarios, estas tributarán solo sobre sus rentas de fuente peruana.

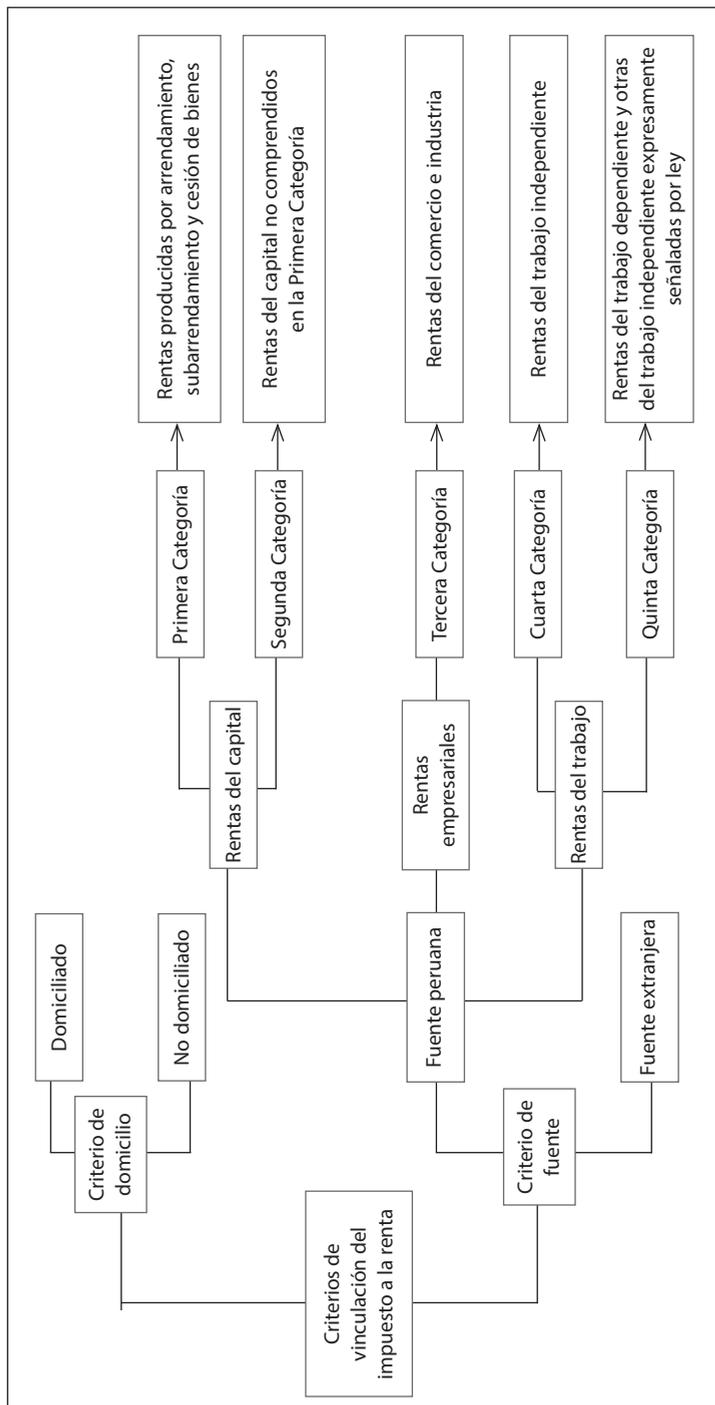


Figura 4.1. Esquema de los criterios de vinculación del impuesto a la renta

Fuente: IAT, 2016.
Elaboración propia.

Las empresas domiciliadas en el país se encontrarán gravadas por sus rentas de fuente mundial; es decir, por su renta de fuente peruana y extranjera. En el caso de estas empresas, el impuesto a la renta se determinará aplicando la tasa de 29.50% sobre su renta neta¹⁷.

En el caso de los dividendos y cualquier otra forma de distribución de utilidades de una persona jurídica no domiciliada en el país, recibidos de una persona jurídica domiciliada, estos se determinarán aplicando una tasa de 5%¹⁸, la que deberá ser retenida y pagada por la persona jurídica domiciliada responsable de realizar dicha distribución. Si, por el contrario, son distribuidos por una persona jurídica no domiciliada en el país y generados por una reducción de capital¹⁹, se le aplicará una tasa de 30%. En cambio, la distribución de dividendos entre personas jurídicas domiciliadas se encontrará inafecta del impuesto a la renta.

Para determinar el monto sobre el cual será aplicable la tasa del impuesto a la renta, es decir la renta neta, se deducirán los gastos incurridos en la generación de rentas o mantenimiento de la fuente, admitiéndose la deducción de intereses, seguros, pérdidas extraordinarias, gastos de cobranza, depreciación, reservas autorizadas, castigos y provisiones por deudas incobrables y otros gastos necesarios de la empresa, establecidos en el artículo 37° de la LIR.

Tales gastos serán deducibles siempre que sean necesarios para producir y/o mantener su fuente generadora de renta y no se encuentren prohibidos por ley. Además, deberán estar debidamente acreditados y cumplir con los criterios de razonabilidad, proporcionalidad y generalidad, de ser el caso.

17. Conforme al artículo 55° de la LIR, modificado por el Decreto Legislativo 1261 (publicado el 10 de diciembre de 2016 y vigente a partir del 1 de enero de 2017).
18. Conforme al artículo 56° de la LIR, modificado por el Decreto Legislativo 1261 (publicado el 10 de diciembre de 2016 y vigente a partir del 1 de enero de 2017).
19. Reducción de capital contemplada en el inciso d) del artículo 24-A de la LIR, siempre que en los doce (12) meses anteriores a la distribución, la empresa no domiciliada hubiera aumentado su capital como consecuencia de nuevos aportes, de capitalización de créditos o de una reorganización.

Asimismo, cabe agregar que en el país no se aceptará la deducción de gastos personales, multas tributarias y administrativas, donaciones, entre otros establecidos en el artículo 44° de la LIR.

Las personas jurídicas domiciliadas podrán compensar la pérdida neta total de tercera categoría de fuente peruana que registren en un ejercicio gravable, pudiendo optar por elegir cualquiera de los siguientes sistemas, conforme a lo dispuesto por el artículo 50° de la LIR:

- Compensar la pérdida neta total de tercera categoría de fuente peruana que registren en un ejercicio gravable imputándola año a año, hasta agotar su importe, a las rentas netas de tercera categoría que obtengan en los cuatro (4) ejercicios inmediatos posteriores computados a partir del ejercicio siguiente al de su generación. (...)
- Compensar la pérdida neta total de tercera categoría de fuente peruana que registren en un ejercicio gravable imputándola año a año, hasta agotar su importe, al cincuenta por ciento (50%) de las rentas netas de tercera categoría que obtengan en los ejercicios inmediatos posteriores.

Por último, las personas jurídicas tendrán la opción de aplicar como crédito contra su impuesto a la renta, el impuesto que hubiesen pagado en el exterior por rentas de fuente extranjera. Asimismo, estarán obligadas a efectuar pagos a cuenta del impuesto a la renta.

1.2. Impuesto general a las ventas (IGV)

En opinión de Villanueva (2009), el IGV, conocido internacionalmente como impuesto al valor agregado (IVA):

...es un impuesto indirecto que pretende gravar la capacidad contributiva objetiva que se refleja a través del consumo de bienes y servicios finales. Este, debido a su estructura, no permite personalizar la aptitud del contribuyente de soportar tal carga tributaria según sus condiciones personales y familiares (capacidad contributiva subjetiva) (Villanueva, 2009, p. 15).

Según Villanueva, «debe quedar claro que el IVA es un impuesto general al consumo de bienes y servicios cuyo principio económico fundamental es el de neutralidad (2009, p. 15)».

En efecto, el IGV es un tributo de periodicidad mensual, tal como lo establece el artículo 11° de la Ley del impuesto general a las ventas (LIGV): «El Impuesto a pagar se determina mensualmente deduciendo del Impuesto Bruto de cada periodo el crédito fiscal (...)».

Asimismo, grava las siguientes operaciones:

- a) La venta en el país de bienes muebles.
- b) La prestación o utilización de servicios en el país.
- c) Los contratos de construcción.
- d) La primera venta de inmuebles realizada por sus constructores.
- e) La importación de bienes.

El citado impuesto será el monto resultante de aplicar la tasa del 17% (15% de IGV y 2% de impuesto de promoción municipal-IPM) a las operaciones gravadas, conforme a lo establecido en el Decreto Legislativo 1347, de fecha 7 de enero de 2017, que modifica el artículo 17° del TUO de la Ley del IGV e ISC.

Conforme a la única disposición complementaria final del citado decreto, la referida modificación entrará en vigencia el 1 de julio de 2017, con la condición que la recaudación anualizada al 31 de mayo de 2017 del IGV total neto de sus devoluciones internas alcance el 7.2% del PBI; en caso contrario, la tasa del impuesto se mantendría en 18% (16% de IGV y 2% de IPM). Para dicho efecto, se tomará en cuenta la información publicada mensualmente por el BCRP y la Sunat.

Los conceptos no gravados con el citado impuesto se encuentran establecidos en el artículo 2° de la LIGV: el arrendamiento y demás formas de cesión en uso de bienes muebles e inmuebles, si el ingreso constituye renta de primera o de segunda categoría gravada con el IR; la transferencia de bienes usados efectuada por personas naturales o jurídicas que no realicen actividad empresarial, salvo que sean habituales en la realización de dicho tipo de operaciones; la transferencia de bienes realizada como consecuencia de la reorganización de empresas, entre los principales.

La obligación tributaria se origina, según lo dispuesto en el artículo 4° del citado dispositivo legal, de la siguiente manera:

- En la venta de bienes, en la fecha en que se emite el comprobante de pago de acuerdo a lo que establezca el reglamento o en la fecha en que se entregue el bien, lo que ocurra primero.
- En la venta de naves o aeronaves, en la fecha en que se suscribe el correspondiente contrato.
- En el retiro de bienes, en la fecha del retiro o en la fecha en que se emita el comprobante de pago de acuerdo a lo que establezca el reglamento, lo que ocurra primero.
- En la prestación de servicios, en la fecha en que se emita el comprobante de pago de acuerdo a lo que establezca el reglamento, o en la fecha en que se percibe la retribución, lo que ocurra primero.
- En los casos de suministro de energía eléctrica, agua potable y servicios finales telefónicos, télex y telegráficos, en la fecha de percepción del ingreso o en la fecha de vencimiento del plazo para el pago del servicio, lo que ocurra primero.
- En la utilización en el país de servicios prestados por no domiciliados, en la fecha que se anote el comprobante de pago en el Registro de Compras o en la fecha en que se pague la retribución, lo que ocurra primero.
- En los contratos de construcción, en la fecha en que se emita el comprobante de pago de acuerdo a lo que establezca el reglamento o en la fecha de percepción del ingreso, sea total o parcial o por valorizaciones periódicas, lo que ocurra primero.
- En la primera venta de inmuebles, en la fecha de percepción del ingreso, por el monto que se perciba, sea parcial o total.
- En la importación de bienes, en la fecha en que se solicita su despacho a consumo.

Asimismo, con el fin de determinar el débito fiscal del IGV, el crédito fiscal deberá ser deducido mensualmente del impuesto bruto²⁰, considerando que el débito fiscal es el IGV aplicado a las ventas.

20. Importe resultante de la aplicación de la tasa del impuesto sobre la base imponible.

Conforme al artículo 18° de la LIGV:

El crédito fiscal está constituido por el Impuesto General a las Ventas consignado separadamente en el comprobante de pago, que respalde la adquisición de bienes, servicios y contratos de construcción, o el pagado en la importación del bien o con motivo de la utilización en el país de servicios prestados por no domiciliados.

Para tener derecho al crédito fiscal, las operaciones deberán calificar como un gasto o costo para la empresa, de acuerdo con la LIGV, incluso si el contribuyente no se encuentra gravado con dicho impuesto; y deberán estar destinadas a otras operaciones que se encuentren, a su vez, gravadas con el IGV.

1.3. Impuesto selectivo al consumo (ISC)

El ISC es un impuesto indirecto que grava solo el consumo de determinados bienes. Las tasas fluctúan de acuerdo con el tipo de bien o servicio.

Según la Sunat, tiene como finalidad:

...desincentivar el consumo de productos que generan externalidades negativas en el orden individual, social y medioambiental [...] y atenuar la regresividad del IGV al exigir mayor carga impositiva a aquellos consumidores que objetivamente evidencian una mayor capacidad contributiva por la adquisición de bienes suntuosos o de lujo (Sunat, 2016, párr. 1-2).

Bajo el citado impuesto, se aplicarán los siguientes sistemas:

- Al valor,
- Específico,
- Al valor según el precio de venta al público.

Conforme a lo dispuesto por el artículo 56° de la LIGV, la base imponible de los referidos sistemas estará constituida de la siguiente manera:

a) *Sistema al valor*, por:

- El valor de venta, en la venta de bienes.
- El valor en aduana, determinado conforme a la legislación pertinente, más los derechos de importación pagados por la operación, tratándose de importaciones.

- Para efecto de los juegos de azar y apuestas, el impuesto se aplicará sobre la diferencia resultante entre el ingreso total percibido en un mes por los juegos y apuestas, y el total de premios concedidos en dicho mes.
- b) *Sistema específico*, por el volumen vendido o importado expresado en las unidades de medida, de acuerdo con las condiciones establecidas por decreto supremo, refrendado por el MEF.
- c) *Sistema al valor según precio de venta al público*, por el precio de venta al público sugerido por el productor o el importador, multiplicado por un factor, el cual se obtiene de dividir la unidad (1) entre el resultado de la suma de la tasa del IGV, incluida la del IPM, más uno (1). El resultado será redondeado a tres (3) decimales.

De otro lado, según el artículo 50° de la LIGV, califican como operaciones gravadas con ISC:

- La venta en el país en el nivel de productor y la importación de los bienes especificados en los apéndices III y IV²¹;
- La venta en el país por el importador de los bienes especificados en el literal A del apéndice IV; y
- Los juegos de azar y apuestas, tales como: loterías, bingos, rifas, sorteos y eventos hípicas.

Asimismo, según lo dispuesto por el artículo 52° de dicho dispositivo legal: «La obligación tributaria se origina en la misma oportunidad y condiciones que para el Impuesto General a las Ventas señala el Artículo 4° de la LIGV (...)».

Cabe resaltar que el referido artículo está relacionado con el nacimiento de la obligación tributaria desarrollada en el acápite 1.2 del presente capítulo.

Por último, se debe resaltar que el ISC constituye una importante fuente de ingresos para el Estado y corrige las externalidades negativas.

21. Apéndices que forman parte de la norma del IGV e ISC.

1.4. Impuesto predial

El impuesto predial es un tributo de carácter municipal y de periodicidad anual, que grava el valor de los predios urbanos o rústicos.

Conforme a lo establecido en el artículo 8° de la Ley de tributación municipal²², «Se considera predios a los terrenos, las edificaciones e instalaciones fijas y permanentes que constituyan partes integrantes del mismo, que no puedan ser separados sin alterar, deteriorar, o destruir la edificación».

La recaudación, administración y fiscalización de dicho impuesto corresponde a la municipalidad distrital donde se encuentra ubicado el predio.

Se encontrarán obligados al pago del citado impuesto las personas naturales o jurídicas que al primero de enero de cada año sean propietarios de predios gravados, tal como lo dispone el artículo 10° de la referida ley.

La base imponible para la determinación de dicho impuesto estará constituida por el valor total de los predios del contribuyente ubicados en cada jurisdicción distrital, teniendo en cuenta que, a efectos de determinar el valor de tales predios, se aplicará los valores arancelarios de terrenos y valores unitarios oficiales de edificación vigentes al 31 de octubre del año anterior, así como las tablas de depreciación por antigüedad y estado de conservación, formulados por el Consejo Nacional de Tasaciones y aprobados anualmente por el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento (MVCS) mediante resolución ministerial.

En efecto, este tributo municipal gravará el valor de los predios urbanos y rústicos sobre la base de su autoevaluó²³.

Conforme a lo expuesto, respecto a las consideraciones fiscales en proyectos de inversión desarrolladas en el presente acápite, debemos tener presente lo manifestado por un especialista tributario encuestado, para

22. Aprobada mediante Decreto Legislativo 776, modificado por el Decreto Legislativo 1286 (publicado el 29 de diciembre de 2016).

23. El autoevaluó se obtiene aplicando los aranceles y precios unitarios de construcción que formula el Consejo Nacional de Tasaciones y aprueba el MVCS todos los años.

quien los aspectos tributarios y contables más relevantes en un proyecto de inversión son aquellos que pueden afectar el flujo de caja, como la depreciación, esquema de pérdidas tributarias, existencia de créditos tributarios (entre ellos, el del IGV) y la aplicación de esquemas de adelanto de impuestos, como las deducciones, retenciones y percepciones del IGV.

2. Aplicación tributaria en las APP

Tal como se ha desarrollado en la sección 8 del capítulo 1, las APP constituyen una modalidad de participación de la inversión privada que incorpora experiencia, conocimientos, equipos, tecnología, y se distribuyen riesgos y recursos con el objetivo de crear, desarrollar, mejorar o mantener infraestructura pública y/o proveer servicios públicos.

Las APP pueden adoptar diversas formas contractuales. En nuestro país, la modalidad más común es el contrato de concesión, mediante el cual el Estado contrata a una persona jurídica, nacional o extranjera, para la ejecución de una obra de infraestructura o la prestación de un determinado servicio público, por un plazo establecido.

De esta manera, en una concesión se definen tanto la asignación de riesgos, pues estos deberán recaer en el participante que deba y pueda soportarlos, como todos los aspectos relevantes de la construcción, operación y mantenimiento del proyecto en el transcurso del plazo dispuesto para ser desarrollado.

Por su parte, el financiamiento de la referida concesión requiere un mecanismo para distribuir los riesgos entre los participantes, según la fase en la que se encuentre el proyecto. Dicho mecanismo de financiamiento deberá ser capaz de soportar un proyecto de inversión de gran envergadura, con diversos riesgos y cuyo retorno sea a largo plazo.

Ahora bien, en virtud de lo indicado se descartaron las formas tradicionales de financiamiento porque resultaban inviables para soportar dicho tipo de proyectos. Sin embargo, ello dio lugar a considerar una alternativa no tradicional para el financiamiento de proyectos de infraestructura en proyectos de gran escala, denominada *project finance*, que se encuentra basada

única y exclusivamente en los recursos generados por el propio proyecto. Es decir, el financiamiento depende del propio flujo de caja esperado del proyecto y de los activos de dicho proyecto en particular.

Un *project finance* se desarrolla mediante una persona jurídica distinta, denominada SPE, que por lo general constituye una S.A.C. Dicha entidad, como persona jurídica domiciliada, se encontrará sujeta a la legislación tributaria nacional y municipal en calidad de contribuyente.

Sobre el particular, cabe indicar que los tributos con mayor incidencia en el desarrollo de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP son: el impuesto a la renta, el IGV, el ISC y el impuesto predial.

Bajo las consideraciones expuestas, a continuación abordaremos el impacto de dichos impuestos en el desarrollo de una APP.

2.1. Impacto del impuesto a la renta en proyectos de APP

El impuesto a la renta tiene un impacto importante en los flujos de un proyecto de inversión desarrollado mediante APP. Según la opinión de un especialista tributario encuestado, este impacto se da tanto en el nivel de la SPE que ejecuta el proyecto de inversión como en el de los accionistas o socios de dicha entidad.

Asimismo, debemos reiterar que la concesión es la forma contractual más común de APP desarrollada en nuestro país. Esta ha sido regulada mediante Decreto Legislativo 1224²⁴, cuya disposición complementaria derogatoria ha derogado, entre otras normas, al TUO de las normas con rango de ley que regulan la entrega en concesión al sector privado de las obras públicas de infraestructura y de servicios públicos, aprobado mediante Decreto Supremo 059-96-PCM, con excepción del primer y segundo párrafo del artículo 19° y el artículo 22°, pues según lo establecido en la exposición de motivos del citado decreto legislativo, contienen temas tributarios que no fueron materia de delegación de facultades dispuesto por la Ley 30335.

24. Decreto Legislativo del Marco de promoción de la inversión privada mediante asociaciones público privadas y proyectos en activos (modificado por Decreto Legislativo 1251, publicado con fecha 30 de noviembre de 2016).

En efecto, el referido artículo 22° forma parte del régimen tributario que regula la entrega en concesión al sector privado de las obras públicas de infraestructura y de servicios públicos en el país, y dispone lo siguiente:

El valor de transferencia de los bienes al Estado durante o al término de la concesión o su renovación será el valor contable de los bienes que no hayan sido totalmente depreciados. La transferencia estará inafecta de todo tributo creado o por crearse, incluso de aquellos que requieren mención específica para su inafectación o exoneración.

Por tanto, el valor de transferencia de los bienes establecidos bajo los alcances del citado artículo será equivalente a su valor contable, refiriéndose en tal sentido al valor de mercado de aquellos activos que no fueron totalmente depreciados. Dicha transferencia se encontrará inafecta del impuesto a la renta, lo que en cierta manera constituye un beneficio para la SPE.

Asimismo, el artículo en mención establece que el concesionario podrá depreciar anualmente los bienes materia de la concesión de acuerdo con su vida útil y amortizar los activos intangibles de duración limitada derivados del derecho de uso sobre los activos transferidos al Estado, sin exceder la tasa anual del 20%.

Según el referido artículo, no se establece de manera expresa que todos los bienes derivados de la concesión vayan a ser depreciados, aplicándose también la amortización sobre el derecho de su uso sin exceder la tasa del 20%.

En ese sentido, se entiende que se depreciarán aquellos activos fijos durante su vida útil y la amortización se efectuará sobre el derecho de cobro otorgado por el concedente a la SPE a lo largo de la vida de la concesión.

Según lo manifestado por Tuesta y Polo:

[...] la principal falencia de esta norma se encuentra en que sólo regula el tratamiento de aquellas concesiones en que el concesionario tiene un activo fijo o un intangible; es decir, las concesiones autosostenibles, pero no para aquellas en que debe reconocerse un activo financiero (2014, p. 41).

Dicho de ese modo, la depreciación y la amortización del citado artículo 22° requieren que el contribuyente sea titular de un activo fijo o intangible, respectivamente, siendo inaplicable si el concesionario no cuenta con tales tipos de activos.

Cabe agregar que existe un tipo de APP suscrito bajo la modalidad BOOT (*Built-Own-Operate-Transfer*), mediante la cual el Estado contrata a una SPE para la realización de una obra o proyecto. Esta modalidad se caracteriza porque los activos de la concesión se quedarán bajo propiedad de dicha empresa para su mantenimiento y operación; y al vencimiento del contrato de concesión serán transferidos al Estado.

Es decir, en este tipo de contratos, el concesionario será propietario de tales activos, que podrán ser depreciados y, al término de la concesión, ser transferidos al concedente.

De otro lado, conforme a lo establecido por el Tribunal Fiscal, las normas contables definen qué califica como activo, fijo o intangible. Por tanto, si las normas del impuesto a la renta no contienen reglas específicas que califiquen en forma particular una operación, ella deberá mantener el tratamiento contable fijado para tal efecto.

En consecuencia, según Tuesta y Polo (2014), hallaremos un activo fijo o intangible en aquellas concesiones donde, muy por encima de lo que hayan pactado las partes, el concesionario asume los riesgos y beneficios de la explotación, así como la prestación del servicio. Si se presentase una concesión en donde los costos son asumidos por el Estado, se hallará un activo financiero.

Asimismo, el artículo materia de discusión establece un tratamiento fiscal diferente al del régimen regulado por la LIR²⁵ en relación con el porcentaje de la tasa máxima a aplicarse por concepto de depreciación y

25. Cabe indicar que conforme a la LIR y su reglamento, existen dos regímenes de depreciación aplicables: el régimen general y el régimen especial. En el *régimen general* se presenta dos grupos con diferentes tasas de depreciación, en función de la vida útil. El primer grupo se encuentra contemplado en el artículo 39° de la LIR y el literal a) del artículo 22° del reglamento, referido al rubro edificios y construcciones,

amortización, debiendo ser los bienes de la concesión parte de su activo fijo o calificar como un activo intangible. Así, se podrá recuperar la inversión efectuada a través de la depreciación o amortización.

Se advierte de lo expuesto que el tratamiento fiscal establecido en el artículo 22° del TUO del Decreto Supremo 059-96-PCM está basado en definiciones netamente contables, y cita conceptos, como activo fijo, depreciación y amortización, que no encuentran su definición en las normas tributarias.

Del análisis efectuado se concluye que en el caso de las concesiones autofinanciadas, el concesionario reconoce un activo fijo o intangible e ingresos por la prestación del servicio; de ellos se podrá deducir, para efectos tributarios, la depreciación y amortización del activo.

En cuanto a las concesiones cofinanciadas, se reconocerá un ingreso por la prestación del servicio y si el pago del concedente es diferido, reconocerá una cuenta por cobrar más los intereses correspondientes.

Asimismo, en relación con los gastos que podría deducir la SPE teniendo como beneficio el escudo fiscal, conforme al inciso a) del artículo 37° de la LIR, solo serán deducibles los intereses en la parte que excedan el monto de los ingresos por intereses exonerados e inafectos. Por lo tanto, el concesionario deberá efectuar una adición a su renta imponible por un importe equivalente a los ingresos financieros exonerados y solo la parte que excede dichos ingresos tendría la condición de deducible.

Por lo general, en el desarrollo de un proyecto de inversión bajo la modalidad de APP, el porcentaje asumido por el inversionista como

que serán depreciados a razón del 5% anual, mediante el método de línea recta. El segundo grupo se refiere a los demás bienes afectados a la producción de rentas gravadas, según el artículo 40° de la LIR y el literal b) del artículo 22° del reglamento, en el cual se requerirá cumplir con el tope del porcentaje de depreciación aplicable y contabilizar la depreciación en los libros y registros contables. El *régimen especial* permite utilizar, para efectos tributarios, una depreciación acelerada de los bienes del activo fijo; para ello, se deben cumplir los requisitos señalados en las normas especiales, sin necesidad que el exceso de la depreciación se encuentre contabilizado. Este último régimen establece un tratamiento diferenciado del recogido en la LIR y su reglamento.

deuda es mayor en relación con el capital que aporta. Ello se traduce en una ventaja tributaria para el inversionista, pues al aceptar un alto nivel de apalancamiento financiero, se reducirá la base imponible y pagará un menor impuesto a la renta.

En opinión de Gomero:

Cuando una empresa financia sus inversiones con recursos de terceros, su posición tributaria mejora en función a cuanto sea el monto de la deuda y el costo del financiamiento, situación que se fundamenta por el lado de la base imponible, cuyo comportamiento está indirectamente relacionado con la deuda que ha de asumir el negocio por viabilizar una inversión (2007, p. 80).

Gomero (2007) menciona que la regla es la siguiente: «Si te endeudas más, baja la base imponible y pagas menor impuesto y si por el contrario la deuda es relativamente baja, su grado de impacto será menor por lo que se perderá ventaja tributaria» (p. 80).

Por lo tanto, conforme a lo expuesto, sería recomendable que el inversionista se apalanque financieramente antes de utilizar recursos propios como financiamiento para desarrollar su proyecto de inversión, pues se vería beneficiado con el escudo fiscal.

2.2. Impacto del impuesto general a las ventas en proyectos de APP

El IGV podrá generar un impacto considerable en la liquidez de un proyecto de inversión, pues si bien podrá modificar los *cash flow* y, por tanto, el valor del proyecto de inversión, también podrá servir como su fuente de liquidez.

Un proyecto de inversión desarrollado bajo la modalidad de APP podrá ser clasificado como: cofinanciada, cuando interviene el Estado en el financiamiento del proyecto, y autofinanciada, cuando el proyecto tiene capacidad propia de generación de recursos. A continuación, se desarrollará la aplicación del IGV en dichas modalidades.

a) El IGV en una APP cofinanciada

La LIGV ha dispuesto en su artículo 1°, literal b), que la prestación o utilización de servicios en el país se encuentra gravada con el IGV.

Por ello, el cofinanciamiento otorgado por el Estado a la SPE como concesionaria constituye un pago por el servicio público que se brindará, según lo establecido en el contrato de APP, siendo gravado con el IGV como prestación de servicios en el país.

De otro lado, el PAO recibido por el concesionario al desarrollar un proyecto de inversión se encontrará gravado con el referido impuesto.

Asimismo, el Certificado de reconocimiento de derechos del PAO (CR-PAO)²⁶, aprobado por el supervisor de obra y el concedente, contiene un monto o porcentaje que se pagará al concesionario en un momento posterior. Se debe mencionar que el citado certificado no estará gravado con el IGV y servirá de base imponible para la facturación del concesionario.

Los CR-PAO se utilizaron como mecanismo de financiamiento en las carreteras de la Interoceánica Sur, al ofrecerse a terceros y obtener un financiamiento. Así, se financió el primer tramo de 960 km de la concesión mencionada.

El CR-PAO fue el primer tipo de financiamiento por cobrar que el Gobierno implementó en el año 2006 y luego fue reemplazado por el RPI-CAO (Remuneración por inversiones según Certificado de avance de obra).

En relación con la obligación tributaria del IGV, el *Informe 153-2008-SUNAT/2B0000* ha dispuesto que dicho concepto se encontrará gravado con el impuesto mencionado, en vista de que el cofinanciamiento otorgado por el Estado es una contraprestación por los servicios prestados por el concesionario y que esta constituye renta de tercera categoría (Sunat, 2008, párr. 22).

Respecto del nacimiento de dicha obligación, el inciso c) del artículo 4° del TUO de la Ley del IGV establece que, en la prestación de servicios, la obligación tributaria se origina en la fecha de emisión del comprobante de pago, de acuerdo con lo establecido en el reglamento, o en el momento de percibir la retribución; lo que ocurra primero.

26. Se entiende que constituye un instrumento estandarizado, irrevocable, incondicionado, transferible y garantizado por el concedente al concesionario.

Por su parte, en cuanto a la emisión del respectivo comprobante de pago, este deberá cumplir con los requisitos establecidos en el Reglamento de Comprobantes de Pago.

Asimismo, según el inciso f) del artículo 4° del citado dispositivo legal, se deberá emitir una factura cuando las entidades públicas adquieran bienes o servicios. Por ello, corresponderá la emisión de una factura para recibir el pago del cofinanciamiento por parte del Estado.

Si se emite una factura, esta deberá contar con el monto del cofinanciamiento como base imponible y el importe del IGV correspondiente.

Por otro lado, las compras realizadas por la SPE serán consideradas como crédito fiscal aplicable contra el IGV de sus ventas.

b) El IGV en una APP autofinanciada

En una APP autofinanciada no hay retribución del Estado al concesionario, pero sí de este a aquel, según el contrato de concesión. Por tanto, el artículo 12° de la Resolución de Consejo Directivo 063-2015-CD-OSITRAN²⁷ señala que si el cálculo de la retribución al Estado (Ositrán, 2015b), en caso de concesiones en infraestructura de transporte de uso público, es observado por la Sunat o rectificado por parte del concesionario se procederá con la regularización del pago faltante y de la declaración jurada a Ositrán.

Asimismo, de haber realizado un pago en exceso, se podrán aplicar a los pagos siguientes, según el artículo 16° de la mencionada resolución.

Respecto de los ingresos provenientes del usuario final, estos estarán afectos al IGV, según lo dispuesto por el artículo 1° de la LIGV.

27. El Reglamento para el pago de la retribución al Estado por concesiones en infraestructura de transporte de uso público y su supervisión, dispone en su artículo 12° lo siguiente:

Cuando se produzca alguna acotación por parte de la SUNAT y/o rectificatoria por parte de la Entidad Prestadora, a los conceptos directamente vinculados con el cálculo del monto de la Retribución al Estado, y éstas hayan quedado consentidas y/o ejecutoriadas, la Entidad Prestadora deberá regularizar la declaración y el pago de la Retribución.

Así como en las APP cofinanciadas, las compras efectuadas por una concesionaria que firma un contrato de APP clasificada como autofinanciada, podrán ser consideradas como crédito fiscal aplicable contra el IGV de sus ventas.

Por último, de suscribir un fideicomiso de administración por la recaudación de los ingresos de una APP cofinanciada o autofinanciada, se podrá crear dentro del fideicomiso una cuenta especial del IGV para que este sea transferido por la entidad fiduciaria a la Sunat.

2.3. Impacto del impuesto selectivo al consumo en proyectos de APP

Como se había indicado con anterioridad, el ISC solo grava determinados bienes con el objeto de desincentivar el consumo de aquellos productos que generan externalidades negativas.

En efecto, tales productos podrían verse involucrados en el desarrollo de un proyecto de inversión bajo la modalidad de APP, generando un impacto en los costos variables de la SPE; como ejemplo se tiene el caso de la gasolina y sus derivados en proyectos de inversión viales.

Al constituir un costo variable que afecta a la SPE responsable de ejecutar el proyecto, su incidencia dependerá en gran medida del factor de producción utilizado. Por lo tanto, el grado de impacto del presente impuesto tendrá menor incidencia en los casos en que dichos productos gravados con el ISC tengan menor vinculación con las etapas del proyecto de inversión.

No debemos ignorar que bajo lo dispuesto en el artículo 61° de la LIGV se podrán modificar las tasas y/o montos fijos del ISC, así como los bienes contenidos en los apéndices III y/o IV. En ese sentido, se deberá tener presente que dada la condición variable de dichas tasas, es una contingencia difícil de mitigar para el inversionista.

Por último, reiteramos que el impacto generado por dicho impuesto afecta de manera directa a los costos variables de la SPE, independientemente de si se trata de una APP cofinanciada o autofinanciada.

2.4. Impacto del impuesto predial en proyectos de APP

Una concesión constituye una modalidad contractual bajo la cual se puede desarrollar una APP y, mediante ella, el concedente (Estado) suscribe un contrato con una persona jurídica independiente, denominada SPE, para la ejecución de una obra de infraestructura o la prestación de un determinado servicio público, por un plazo establecido.

Por lo general, un proyecto de inversión bajo la citada modalidad involucra el componente infraestructura, cuya ejecución se realizará sobre un terreno de propiedad del Estado.

Se debe considerar que sobre un predio siempre recaerá el derecho de propiedad y el titular podrá ser: el órgano estatal, una persona natural o jurídica.

Los predios de propiedad del Gobierno (Central, regional y local) se encuentran inafectos al pago del impuesto predial, según lo dispuesto en el literal a) del artículo 17° de la Ley de Tributación municipal.

Si bien el citado artículo excluye de la inafectación a los predios que hayan sido entregados en concesión, al amparo del Decreto Supremo 059-96-PCM (TUO de las normas con rango de ley que regulan la entrega en concesión al sector privado de las obras públicas de infraestructura y de servicios públicos, sus normas modificatorias, ampliatorias y reglamentarias), incluyendo las construcciones efectuadas por los concesionarios sobre ellos, durante el tiempo de vigencia del contrato, el artículo 2° de la Ley 27305²⁸ dispone que no se consideran predios a las instalaciones portuarias fijas y permanentes construidas sobre el mar (como los muelles y los canales de acceso) ni a las vías terrestres de uso público (como la infraestructura vial ferroviaria).

Por tal motivo, todos los proyectos de inversión que involucren infraestructura vial, portuaria y ferroviaria no se encuentran dentro de la definición de predios establecida por la Ley de Tributación municipal para

28. Ley que modifica el Decreto Legislativo 776 (Ley de Tributación Municipal).

efectos del impuesto predial, encontrándose fuera del ámbito de aplicación de dicho impuesto.

En el caso de los contratos BOOT, donde se incluye la figura de la propiedad privada a favor del concesionario durante un segmento del periodo contractual, la obligación o inafectación del pago del impuesto predial, dependiendo del proyecto de inversión desarrollado y del componente infraestructura involucrado, no varía hasta el momento en que el bien inmueble sea transferido al Estado.

Por último, aquellos proyectos de inversión cuyos predios se encuentren sujetos al pago del impuesto predial afectarán de manera directa la cuenta de gastos de la SPE, encontrándose obligada como entidad a la que se le otorgó la concesión.

3. Tratamiento tributario de la SPE

La SPE como persona jurídica estará sujeta a la legislación tributaria nacional y municipal. Por lo tanto, deberá cumplir con todas las obligaciones de naturaleza tributaria que le corresponda y estará obligada, en calidad de contribuyente, al pago de todos los impuestos, las contribuciones y las tasas aplicadas a los bienes entregados por el concedente.

Bajo su condición de persona jurídica independiente, tributa por sus rentas de tercera categoría. La renta neta deberá tener en cuenta lo dispuesto por los artículos 37° y 44° de la LIR, relacionados con los gastos deducibles y no deducibles.

La SPE llevará su contabilidad de acuerdo con las normas internacionales de contabilidad generalmente aceptadas en el país, con el fin que pueda ser válido el cálculo del impuesto a la renta empresarial.

Asimismo, una de las ventajas de utilizar la herramienta financiera del *project finance* en un proyecto de inversión es el ahorro fiscal para los accionistas, al llevar a cabo una inversión de gran envergadura con financiamiento bancario en lugar de con recursos propios. Un proyecto de inversión ejecutado con *project finance* acepta altos niveles de apalancamiento financiero, que permiten conseguir un ahorro fiscal en el impuesto a la renta.

Las cuotas periódicas a pagar por el financiamiento obtenido representan un gasto deducible para el cálculo del IR de la SPE, en la medida que cumpla con el principio de causalidad recogido en la LIR²⁹.

Por otro lado, en cuanto a la aplicación del IGV, los pagos de intereses realizados por la SPE a una entidad financiera domiciliada se encontrarán afectos a dicho impuesto, toda vez que se trata de un servicio prestado en el país.

Por último, la SPE actúa como sujeto del impuesto en el supuesto que la financiación sea recibida por una empresa no domiciliada y está obligada a pagar el IGV por utilizar servicios prestados por no domiciliados. Además, podrá tomar el crédito fiscal.

4. Beneficios fiscales en las APP

En el Perú, la Constitución ha reconocido el derecho a la igualdad y a la no discriminación. En vista de ello, los inversionistas nacionales y extranjeros tendrán los mismos derechos y obligaciones como parte del régimen de fomento a la inversión extranjera. Es decir, así como se encuentran obligados al pago de impuestos por ejecutar proyectos de inversión en el país, también podrán acceder a una serie de beneficios tributarios.

4.1. Régimen especial de recuperación anticipada del IGV

El régimen especial de recuperación anticipada del IGV se encuentra regulado por el Decreto Legislativo 973³⁰ y su reglamento, aprobado mediante Decreto Supremo 084-2007-EF³¹. Este permite a las personas naturales o jurídicas que realicen inversiones en cualquier sector económico generador de renta de tercera categoría gozar, excepcionalmente, del crédito fiscal acumulado durante su etapa preproductiva³².

29. Artículo 37° del TUO de la Ley del Impuesto a la renta.

30. Modificado por Decreto Legislativo 1259 (publicado con fecha 8 de diciembre de 2016).

31. Aprobado mediante Decreto Supremo 084-2007-EF y modificado por Decreto Supremo 129-2017-EF (publicado el 7 de mayo de 2017).

32. Entendiéndose por etapa preproductiva al periodo comprendido desde la fecha de suscripción del contrato o convenio con el Estado u otorgamiento de autorización

Dicho régimen consiste en la devolución del crédito fiscal del IGV que gravó las importaciones y/o adquisiciones locales de bienes de capital nuevos, bienes intermedios nuevos, servicios y contratos de construcción efectuados, a ser empleados por los beneficiarios del régimen, de manera directa, en la ejecución del compromiso de inversión para el proyecto previsto en el contrato de inversión.

Este beneficio estará básicamente orientado a la etapa de desarrollo del proyecto, es decir, cuando existe una inversión y se conoce la viabilidad del proyecto. En el caso de no iniciarse operaciones productivas, los beneficiarios deberán restituir el crédito fiscal que les fue otorgado, luego del término de la vigencia del plazo del contrato de inversión o cuando se verifique algunas de las causales de goce indebido previstas en el contrato³³, conforme lo establece el artículo 9° del Decreto Supremo 129-2017-EF.

Asimismo, tiene como objetivo promover las exportaciones y las inversiones locales, estableciendo como posibilidad que las empresas puedan recuperar anticipadamente su IGV encontrándose aún en etapa preproductiva, la cual podrá ser igual o mayor a dos años. De esa manera, se le otorga una mayor liquidez.

Para acogerse al citado régimen se deberá suscribir un contrato de inversión con Proinversión, en representación del Estado peruano, teniendo como compromiso de inversión un monto³⁴ no menor a cinco millones de dólares, sin incluir el IGV.

conforme a las normas sectoriales, o en caso de proyectos particulares que no se encuentren comprendidos dentro de lo antes señalado, desde la fecha del inicio del cronograma de inversiones, hasta la fecha anterior al inicio de operaciones productivas. Constituye inicio de operaciones productivas la explotación del proyecto conforme a lo dispuesto por el artículo 5° del citado decreto y modificado por Decreto Legislativo 1259.

33. Conforme al anexo 2 del Decreto Supremo 129-2017-EF, en el cual se adjunta un nuevo modelo de contrato de inversión:

El incumplimiento del compromiso de inversión y/o de la culminación del PROYECTO al término del plazo de vigencia del presente Contrato, así como el acaecimiento de alguna de las causales de resolución de pleno derecho previstas en la Cláusula Quinta, constituirán el goce indebido del Régimen Especial de Recuperación Anticipada.

34. Cabe indicar que dicho monto de inversión no será aplicable a los proyectos en el sector agrario.

La calificación del solicitante como beneficiario de dicho régimen, así como los bienes, servicios y contratos de construcción que otorgarán la recuperación anticipada del IGV, respecto de cada contrato de inversión, será obtenida mediante resolución suprema refrendada por el MEF y el titular del sector correspondiente³⁵.

Con relación a la solicitud de devolución anticipada del IGV, esta será presentada ante la Sunat, debiendo tener presente que el beneficiario de dicho régimen deberá acumular al menos 36 unidades impositivas tributarias (UIT). Asimismo, una vez presentada la solicitud de devolución del IGV por un determinado periodo, no podrá presentarse una nueva solicitud por el mismo periodo o periodos anteriores.

Por lo general, en proyectos de inversión desarrollados bajo la modalidad de APP, el componente privado tendrá por objeto obtener la máxima rentabilidad posible. En ese sentido, accederá a este beneficio durante su etapa preproductiva y tendrá la posibilidad de recuperar de manera anticipada su IGV, cumpliendo para dichos efectos con los requisitos dispuestos, a fin de obtener una mayor liquidez.

4.2. Reintegro tributario del IGV

Este beneficio, regulado por la Ley 28754, consiste:

...en la devolución del IGV correspondiente a las adquisiciones locales de bienes de capital nuevos, bienes intermedios nuevos, servicios y contratos de construcción realizados en la etapa preoperativa, en concesiones que deriven en la prestación de servicios exonerados del IGV o que de algún modo no puedan utilizar como crédito fiscal el IGV correspondiente a las adquisiciones [citadas] durante la etapa preoperativa (Nalvarte, 2013, p. 45).

Además, se encuentra orientado de manera directa a inversiones de infraestructura y de servicios públicos. Por ello, podrán acogerse las personas jurídicas que hayan suscrito contratos de concesión y se encuentren dentro

35. Conforme lo establece el inciso 2.2 del artículo 2° del Decreto Supremo 084-2007-EF (Reglamento de la Ley del régimen especial de recuperación anticipada del IGV).

de los alcances de aplicación del TUO del Decreto Supremo 059-96-PCM³⁶, para lo cual deberán haber suscrito contrato de inversión con el Estado, haber sido calificado como beneficiario de dicho régimen y encontrarse en la etapa preproductiva.

Cabe señalar que este beneficio no se aplica a todos los proyectos de inversión desarrollados mediante APP, sino a todos los que sean ejecutados bajo la modalidad de concesión.

Asimismo, en opinión de Nalvarte (2013), es necesario precisar que:

Una concesión cofinanciada no podría solicitar el reintegro tributario del IGV pagado durante la etapa de inversión, debido a que luego, cuando perciba el pago que le sirva para recuperar la inversión (...) sí estará obligado a emitir la respectiva factura y aplicar el IGV (p. 46).

Por último, una concesión cofinanciada podría percibir una parte de sus ingresos vía cofinanciamiento, que se encontraría gravado con IGV, y la otra parte, mediante la prestación de servicios, exonerados de IGV. Entonces, se da el caso que existe la aplicación conjunta del régimen especial de la recuperación anticipada de IGV —lo obtenido en devolución se podrá utilizar como crédito fiscal— y el reintegro tributario del IGV —el importe devuelto se podrá destinar a operaciones no gravadas— (Nalvarte, 2013, p. 46).

4.3. Convenios de estabilidad jurídica (CEJ)

Son contratos suscritos por inversionistas, nacionales o extranjeros, o empresas receptoras de dichas inversiones y Proinversión en representación del Estado peruano, mediante los cuales se garantiza la estabilidad de una serie de derechos, por un periodo de vigencia de 10 años, salvo en los casos en que se haya celebrado un contrato de concesión, estando para tal efecto sujeto al plazo establecido en el citado contrato, tal como se establece en el artículo 19° del TUO del Decreto Supremo 059-96-PCM. Tienen la naturaleza de un contrato ley y se rigen por disposiciones establecidas en el Código Civil.

36. En la actualidad, dicho decreto supremo se encuentra por el Decreto Legislativo 1224, encontrándose vigentes solo sus artículos 19° y 22°.

Entre los derechos que se otorgarán a los inversionistas, se encuentran los siguientes:

- Estabilidad del régimen del impuesto a la renta vigente a la fecha de suscripción del convenio.
- Estabilidad del régimen de libre disponibilidad de divisas.
- El uso del tipo de cambio más favorable.
- Estabilidad del derecho a la no discriminación.

De otro lado, tratándose de una empresa receptora de la inversión, se otorgarán los siguientes derechos:

- Estabilidad de los regímenes de contratación laboral vigentes al momento de suscripción del convenio.
- Estabilidad de los regímenes especiales orientados exclusivamente a la exportación, como admisión temporal, zonas francas industriales, comerciales y turísticas, zonas de tratamiento especial y otros que se creen en el futuro.
- Estabilidad del régimen del impuesto a la renta.

Tales derechos permanecerán vigentes en tanto el inversionista no incurra en la condición resolutoria del convenio. Si así fuera, en caso de incumplimiento de los aportes, su reducción o transferencia a terceros, se dejará sin efecto dicho convenio, con las penalidades consiguientes y el pago de los tributos que se hubieran dejado de pagar al fisco.

Para acceder a dicho régimen de estabilidad jurídica según el artículo 2 de la Ley 27342, los inversionistas deberán comprometerse a efectuar, como mínimo, aportes dinerarios al capital de una empresa establecida o por establecerse o realizar inversiones de riesgo que formalice con terceros, por un monto que no sea inferior a diez millones de dólares para los sectores minería e hidrocarburos, y no menor a cinco millones de dólares para los demás sectores.

Al respecto, conforme lo establecido en el segundo párrafo del artículo 22° del TUO del Decreto Supremo 059-96-PCM, que regula la entrega en concesión al sector privado de las obras públicas de infraestructura y de servicios públicos:

... para el otorgamiento de las garantías y beneficios contemplados en estos dispositivos legales³⁷, se aplicarán los plazos y requisitos de la inversión contemplados en los respectivos contratos de concesión, no siendo aplicable el plazo de dos años a que se refieren dichas normas.

Es decir, cuando exista de por medio un contrato de concesión, se sujetarán a los plazos en él establecidos.

Los aportes referidos podrán efectuarse al capital de una empresa establecida o por establecerse en el país, en inversiones en empresas titulares de contratos de concesión y en inversiones que requieran adquirir más del 50% de acciones de propiedad de una empresa del Estado en proceso de privatización.

En efecto, al suscribir los citados convenios, las partes no podrán modificar de manera unilateral las garantías y las obligaciones ahí indicadas, estipulándose por su parte un mecanismo de solución de controversias mediante tribunales arbitrales.

Además, según estadísticas de Proinversión (2015), en el Perú ha existido una constante volatilidad respecto a los montos de inversión involucrados en la suscripción de convenios de estabilidad jurídica con inversionistas entre los años 1993 a la actualidad. En el año 2015 se incrementó el monto de inversión en comparación con otros países, comprometiéndose la suma de 694,790,261 dólares, salvo en el caso de Chile, donde el monto de inversión fue de 712,239,050 dólares, tal como se detalla en el anexo 4.

Por su parte, en cuanto a las estadísticas sobre la suscripción de convenios con empresas receptoras por sector desde los años 1993 hasta la actualidad, en el cuadro 4.1 y la figura 4.2 se advierte que los sectores industria, finanzas y electricidad son los que tienen mayor presencia: se suscribieron 71, 47 y 54 convenios, respectivamente.

37. Referidos a los decretos legislativos 662 y 757.

Cuadro 4.1. Convenios de estabilidad jurídica suscritos por sectores económicos hasta el 26 de setiembre de 2016

Sector	Número de convenios suscritos con empresas receptoras entre 1993-2016
Industria	71
Finanzas	48
Electricidad	57
Minería	35
Hidrocarburos	18
Construcción	15
Transporte	18
Comunicaciones	20
Turismo	9
Servicios	9
Agricultura	7
Pesca	3
Vivienda	3
Saneamiento	2

Fuente: Proinversión, 2016.

4.4. Promoción de la inversión en la Amazonía del Perú (Ley 27037)

Con el fin de fomentar la inversión y promover el desarrollo sostenible e integral de la Amazonía, se establecieron beneficios tributarios para los contribuyentes que se encuentran ubicados geográficamente en los departamentos de Loreto, Madre de Dios, Ucayali, Amazonas y otras provincias de departamentos adyacentes, mediante la Ley de Promoción de la inversión en la Amazonía del Perú (Ley 27037), emitida el 30 de diciembre de 1998.

Para gozar de los citados beneficios, los contribuyentes deberán cumplir con tener su domicilio fiscal, su inscripción como persona jurídica, sus activos³⁸ y/o producción en la Amazonía³⁹.

Asimismo, deberán desarrollar las siguientes actividades económicas: agropecuaria, acuicultura, pesca, turismo, así como las actividades manufactureras vinculadas al procesamiento, transformación y comercialización

38. Debe permanecer en la Amazonía, como mínimo, el 70% del total de sus activos.

39. Entendiéndose, para tal efecto, que dicho contribuyente deberá estar registrado en las oficinas registrales de la Amazonía.

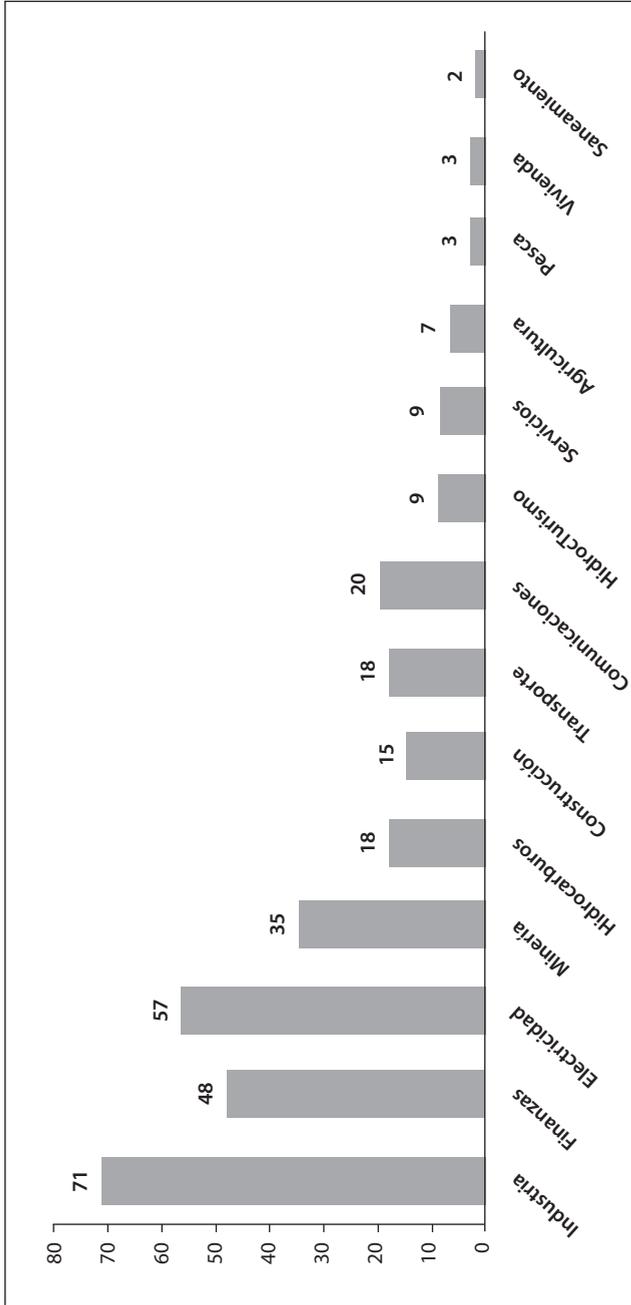


Figura 4.2. Convenios de estabilidad jurídica suscritos con empresas receptoras según sectores económicos entre 1993-2016

Fuente: Proinversión, 2016.

de productos primarios provenientes de las actividades señaladas con anterioridad y la transformación forestal, siempre que se realicen en las zonas establecidas.

Para efectos del impuesto a la renta, sea en virtud de la ubicación geográfica o tipo de actividad, gozarán de la exoneración o aplicación de una tasa reducida de 5% o 10%⁴⁰.

De otro lado, también podrán determinar sus pagos a cuenta mensuales, aplicando una tasa del 0.3% (si están sujetas al impuesto a la renta del 5%) o del 0.5% (si están sujetas al impuesto a la renta del 10%) sobre los ingresos netos mensuales.

Las siguientes operaciones se encuentran exoneradas del IGV:

- La venta de bienes y su consumo se efectúa en la zona,
- Los servicios prestados en la zona, y
- Los contratos de construcción o la primera venta de inmuebles realizados por los constructores de aquellos en dicha zona.

En efecto, las empresas ubicadas en la Amazonía, cualquiera sea la actividad que realicen, están exoneradas del IGV por las operaciones indicadas en el artículo 13° de la Ley de la Amazonía, incluyendo los servicios prestados en dicha zona.

Asimismo, aun cuando la empresa se encuentre ubicada en la Amazonía, estará gravada con el IGV por la venta de bienes que efectúe fuera de la Amazonía y por la dentro de ella, pero para su consumo fuera de dicha zona.

40. Los contribuyentes sujetos al 5% del impuesto a la renta son quienes desarrollen las actividades indicadas en los departamentos de Loreto, Madre de Dios y los distritos de Iparia y Masisea de la provincia de Coronel Portillo y las provincias de Atalaya y Purús del departamento de Ucayali. Asimismo, estarán exonerados del impuesto a la renta, los contribuyentes de la Amazonía que realicen principalmente actividades agrarias y/o transformación o procesamiento de los productos calificados como cultivo nativo y/o alternativo. Por último, estarán sujetos a la tasa del 10% del impuesto a la renta, los demás contribuyentes de la Amazonía que desarrollen las actividades descritas.

Los contribuyentes que se dediquen a las actividades antes descritas y se ubiquen en la Amazonía gozarán de un crédito fiscal especial, constituido por el 25% del impuesto bruto mensual. Además, de manera excepcional, gozarán de un crédito fiscal especial del 50% del impuesto bruto mensual, si se encuentran ubicados en los departamentos de Loreto, Madre de Dios y los distritos de Iparia y Masisea de la provincia de Coronel Portillo y las provincias de Atalaya y Purús del departamento de Ucayali.

Otro beneficio otorgado a los contribuyentes residentes en la Amazonía es la exoneración del IGV y del ISC, aplicable al petróleo, gas natural y sus derivados, según corresponda, por las ventas efectuadas en los departamentos ubicados en la región selva para su consumo en esta.

Por último, los contribuyentes ubicados en el departamento de Loreto tienen derecho a solicitar el reintegro tributario del IGV⁴¹, con la condición que los bienes adquiridos sean comercializados y consumidos en la misma región.

5. Resumen de los beneficios tributarios para proyectos de inversión de APP

Corresponde indicar que la regulación tributaria en proyectos de inversión desarrollados bajo la modalidad de APP es incompleta, pues solo se limita al desarrollo de los artículos 19° y 22° del TUO del Decreto Supremo 059-96-PCM⁴², normas referidas a convenios de estabilidad jurídica y al valor de la transferencia de los bienes al término de la concesión, y a la depreciación y amortización de activos. No obstante, no desarrolla la aplicación de los principales impuestos en un proyecto de inversión, tales como el impuesto a la renta, IGV, ISC e impuesto predial, a pesar de tener un impacto tributario importante en los flujos de un proyecto de inversión.

41. Entendido como la devolución que efectúa el Estado del IGV pagado en las compras que realizan los contribuyentes ubicados en el departamento de Loreto. Dicho beneficio ha sido prorrogado hasta el año 2018, conforme a lo dispuesto por la Ley 30401.
42. TUO de las normas con rango de ley que regulan la entrega en concesión al sector privado de las obras públicas de infraestructura y de servicios públicos.

Asimismo, no se ha dispuesto en la referida norma que el inversionista podrá celebrar convenios de estabilidad jurídica, solicitar la recuperación anticipada del IGV y el reintegro tributario, y que puede acceder al régimen de promoción de la inversión en la Amazonía, si cumple con los requisitos establecidos.

Por otro lado, cabe mencionar la existencia de un régimen de fomento a la inversión extranjera, mediante el cual los inversionistas extranjeros y nacionales tienen los mismos derechos y obligaciones, sin más excepciones que las establecidas en la Constitución. En ese sentido, en ningún caso el ordenamiento jurídico nacional discriminará entre inversionistas en función de la participación, nacional o extranjera, en las inversiones.

Según lo expuesto, los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, podrán acceder a los beneficios tributarios establecidos en el país sin discriminación alguna y estarán obligados al pago de impuestos. Respecto a la suscripción de convenios de estabilidad jurídica en el país, este ha sido un beneficio muy considerado por el inversionista. Asimismo, según estadísticas de Proinversión (2017), las empresas receptoras de inversión han tenido mayor participación en los sectores industria, finanzas y electricidad.

En las siguientes secciones se complementará el análisis tributario con el correspondiente al análisis contable. Un contrato de concesión es considerado un activo intangible; por lo tanto, los aspectos contables vinculados deben ser parte del conocimiento sistematizado de quienes estructuran las APP.

6. Normas contables internacionales para el *project finance*

Hoy, los proyectos de gran envergadura financiados mediante la herramienta no tradicional del *project finance* representan una gran oportunidad de inversión. Por la rentabilidad que generan, los inversionistas pueden asociarse con otros inversionistas privados y, a la vez, participar en el desarrollo del país.

Desde la implementación global de las NIIF⁴³ en el año 2001, 150 países han implementado su aplicación (IFRS, 2017), tal como se observa en el cuadro 4.2. El Perú forma parte de estos países que buscan la uniformidad y la transparencia de la aplicación contable en sus estados financieros.

Cuadro 4.2. Implementación global de las NIIF por jurisdicciones

Zona de jurisdicción	Número de jurisdicciones	Porcentaje
Europa	44	29%
África	23	15%
Medio Oriente	13	9%
Asia y Oceanía	33	22%
América	37	25%
Total	150	100%

Fuente: IFRS, 2017.
Elaboración propia.

Las siguientes secciones tienen por objetivo brindar al inversionista un panorama de la normativa contable que la parte privada de un contrato de concesión de servicios con APP debe tener en cuenta en la elaboración de la información financiera de sus proyectos llevados con *project finance*. Así como, explicar las consideraciones que deben aplicar en los registros contables, bajo el marco de las NIIF vigentes en el Perú.

7. La información contable y los proyectos de inversión de APP

Los contadores financieros aplican las NIIF cuando elaboran reportes contables que les permiten a los usuarios, internos y externos, comparar y evaluar los resultados obtenidos de una empresa en relación con otra del mismo sector.

En el caso de proyectos bajo la modalidad de APP, por la parte pública, el Estado se convierte en usuario de la información contable por medio de un supervisor de ejecución de obras y un supervisor de la concesión, quienes, según los contratos de concesión, podrían requerir información

43. Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS, International Financial Reporting Standard, por sus siglas en inglés). Son normas contables publicadas por la IASB (International Accounting Standards Board).

contable, estadísticas o cualquier otro dato para la evaluación económica financiera con relación a las actividades de la construcción y operación del proyecto.

Las contabilizaciones aplicadas según las NIIF, aquella registrada y revelada con mayor transparencia y confiabilidad, generarán a todos los usuarios —entidades estatales, aseguradoras, público en general, constructoras— un mejor conocimiento de la realidad del resultado de un proyecto de inversión.

Los errores evidenciados en la contabilidad y los reportes financieros de compañías multinacionales en los Estados Unidos, como Enron⁴⁴, Dinegy⁴⁵ y Xerox⁴⁶, son claros ejemplos de cómo impactan en las decisiones de los inversionistas y en el mercado financiero.

En el Perú, los recientes casos de fraude y corrupción de la transnacional brasileña Odebrecht⁴⁷ han generado reacciones en sus inversionistas, así como en los inversionistas de las empresas asociadas a esta, como Graña y Montero⁴⁸. Los inversionistas de esta compañía iniciaron una demanda por fraude financiero. «La demanda colectiva de accionistas se basa en que la constructora Graña y Montero habría ‘emitido información engañosa al mercado’» (*Gestión*, 2017, párr. 1).

Como en varios países el desarrollo del *project finance* cada vez es más relevante para proyectos de inversión de gran envergadura con interven-

44. Esta compañía estadounidense, dedicaba a la venta de gas, electricidad, Internet, incursionó en el mercado financiero y se convirtió, a finales del año 2001, en un referente de las empresas que utilizaron de modo indebido las SPE, para no consolidar las pérdidas millonarias en sus estados financieros consolidados.

45. Reveló que en su contabilidad registraron 1,700 millones de dólares por operaciones de compra y venta de energía, con una SPE creada para esa compleja red de operaciones.

46. Fabricante de fotocopiadoras que registró ingresos por adelantado por 6,000 millones de dólares.

47. Constructora brasileña investigada por ocultar pagos de coimas millonarias mediante la creación de empresas *offshore* y de programas contables paralelos.

48. Compañía de capitales peruanos formada por un grupo de 26 empresas de servicios de ingeniería e infraestructura, con presencia en 7 países de Latinoamérica.

ción privada y de los gobiernos, la IASB⁴⁹ evaluó la necesidad de plasmar el tratamiento contable por el importante monto de inversión involucrado.

Según la IFRS Foundation (IFRS, 2017), tres cuartos de los miembros del G20 requieren el uso de las NIIF. Por ello, la IASB emitió pronunciamientos que sirven de guía para la contabilización de las modalidades de ejecución de proyectos con intervención del sector público, los que se explicarán en las siguientes secciones.

8. Situación contable en el Perú

Toda la información contable y financiera de una compañía establecida en el país debe ser preparada considerando la normativa contable vigente en el Perú. Las NIIF, oficializadas por el Consejo Normativo de Contabilidad en el Perú, son criterios contables internacionales que sirven de guía para homologar el reconocimiento, la valuación y la presentación de las operaciones contables a revelar en los estados financieros.

El mencionado Consejo Normativo de Contabilidad precisa, en el artículo 1° de su Resolución 013-98-EF/93.01 (MEF, 1998), que los principios de contabilidad generalmente aceptados comprenden las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC). A su vez, estas normas comprenden las NIIF.

Las NIC vigentes en el Perú por Resolución de Consejo Normativo de Contabilidad 059-2015-EF/30 se muestran en el cuadro 4.3.

Las NIIF vigentes en el Perú por Resolución de Consejo Normativo de Contabilidad 062-2016-EF/30 se muestran en el cuadro 4.4.

49. La International Accounting Standards Board (Junta de Normas Internacionales de Contabilidad) es un organismo independiente que elabora y aprueba las NIIF.

Cuadro 4.3. Normas Internacionales de Contabilidad vigentes en el Perú

Marco conceptual para la información contable	
NIC 1	Presentación de Estados Financieros
NIC 2	Inventarios
NIC 7	Estado de Flujos de Efectivo
NIC 8	Políticas Contables, Cambios en las Estimaciones Contables y Errores
NIC 10	Hechos Ocurredos Después del Periodo sobre el que se Informa
NIC 12	Impuesto a las Ganancias
NIC 16	Propiedades, Planta y Equipo
NIC 17	Arrendamientos
NIC 19	Beneficios a los Empleados
NIC 20	Contabilización de las Subvenciones del Gobierno e Información a Revelar sobre Ayudas Gubernamentales
NIC 21	Efectos de las Variaciones en las Tasas de Cambio de la Moneda Extranjera
NIC 23	Costos por Préstamos
NIC 24	Información a Revelar sobre Partes Relacionadas
NIC 26	Contabilización e Información Financiera sobre Planes de Beneficio por Retiro
NIC 27	Estados Financieros Separados
NIC 28	Inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos
NIC 29	Información Financiera en Economías Hiperinflacionarias
NIC 32	Instrumentos Financieros: Presentación
NIC 33	Ganancias por Acción
NIC 34	Información Financiera Intermedia
NIC 36	Deterioro del Valor de los Activos
NIC 37	Provisiones, Pasivos Contingentes y Activos Contingentes
NIC 38	Activos intangibles
NIC 39	Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición
NIC 40	Propiedades de Inversión
NIC 41	Agricultura

Fuente: Consejo Normativo de Contabilidad, 2015.

Cuadro 4.4. Normas Internacionales de Información Financiera vigentes en el Perú

Marco conceptual para la información financiera	
NIIF 1	Adopción por Primera Vez de las Normas Internacionales de Información Financiera
NIIF 2	Pagos Basados en Acciones
NIIF 3	Combinaciones de Negocios
NIIF 4	Contratos de Seguro
NIIF 5	Activos no Corrientes Mantenidos para la Venta y Operaciones Discontinuas
NIIF 6	Exploración y Evaluación de Recursos Minerales
NIIF 7	Instrumentos Financieros: Información a Revelar
NIIF 8	Segmentos de Operación
NIIF 9	Instrumentos Financieros
NIIF 10	Estados Financieros Consolidados
NIIF 11	Acuerdos Conjuntos
NIIF 12	Información a Revelar sobre Participaciones en Otras Entidades
NIIF 13	Medición del Valor Razonable
NIIF 14	Cuentas de Diferimientos de Actividades Reguladas
NIIF 15	Ingresos de Actividades Ordinarias Procedentes de Contratos con Clientes
NIIF 16	Arrendamientos

Fuente: Consejo Normativo de Contabilidad, 2016.

9. Consideraciones contables para proyectos de inversión bajo la modalidad APP

Según lo expuesto en el capítulo 1, las APP son modalidades de participación de la inversión privada en las que se incorpora experiencia, conocimientos, equipos, tecnología, y se distribuyen riesgos y recursos para crear, mejorar, operar o mantener infraestructura pública o proveer servicios públicos. En una APP, el Estado representa al concedente y el inversionista privado, al concesionario, quien a su vez constituye una SPE dentro de la estructura del *project finance*.

El operador de la SPE responsable de la contabilidad debe tener claro cómo registrar de manera contable la inversión de importante cuantía,

los ingresos y los gastos en la ejecución de un proyecto con participación pública privada. Conforme a ello, deberá tener en cuenta el método de aplicación según la CINIIF⁵⁰ 12 (Consejo Normativo de Contabilidad, 2008), que se muestra en la figura 4.3.

La interpretación CINIIF 12 de Acuerdos de Concesión de Servicios, vigente desde el 1 de enero de 2008, brinda lineamientos y ejemplos aclarativos para la contabilización de los acuerdos de concesión de servicios públicos a un operador privado⁵¹.

9.1. El estado de situación financiera

La empresa concesionaria que firme el contrato de concesión con el Estado deberá ser una SPE y deberá elaborar su estado de situación financiera en función de la normativa contable en los rubros del mencionado estado financiero. Estos se detallan a continuación.

a) Cuentas por cobrar

Son los derechos a cobrar de parte de la SPE al Estado. Según indica la NIIF 9, el importe adeudado por la concedente se medirá en función del valor razonable y luego se mide al costo amortizado.

Un proyecto bajo la modalidad de APP, en el que se acuerda un desembolso de parte de la entidad concedente a la SPE para la ejecución de un proyecto de infraestructura o como pago mínimo garantizado, reconocerá los importes como activo financiero (ver cuadro 4.5).

b) Cuenta de intangibles

La SPE debe presentar en su estado de situación financiera a un activo intangible, en la medida que tenga el derecho a cobrar a los usuarios de la

50. Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera. Conocido por sus siglas en inglés como IFRIC (International Financial Reporting Standards Committee).

51. Según el párrafo 1 de la Interpretación SIC 29, el operador es una entidad que puede celebrar un acuerdo con una empresa concedente para proporcionar servicios que den acceso público a importantes recursos económicos y sociales.

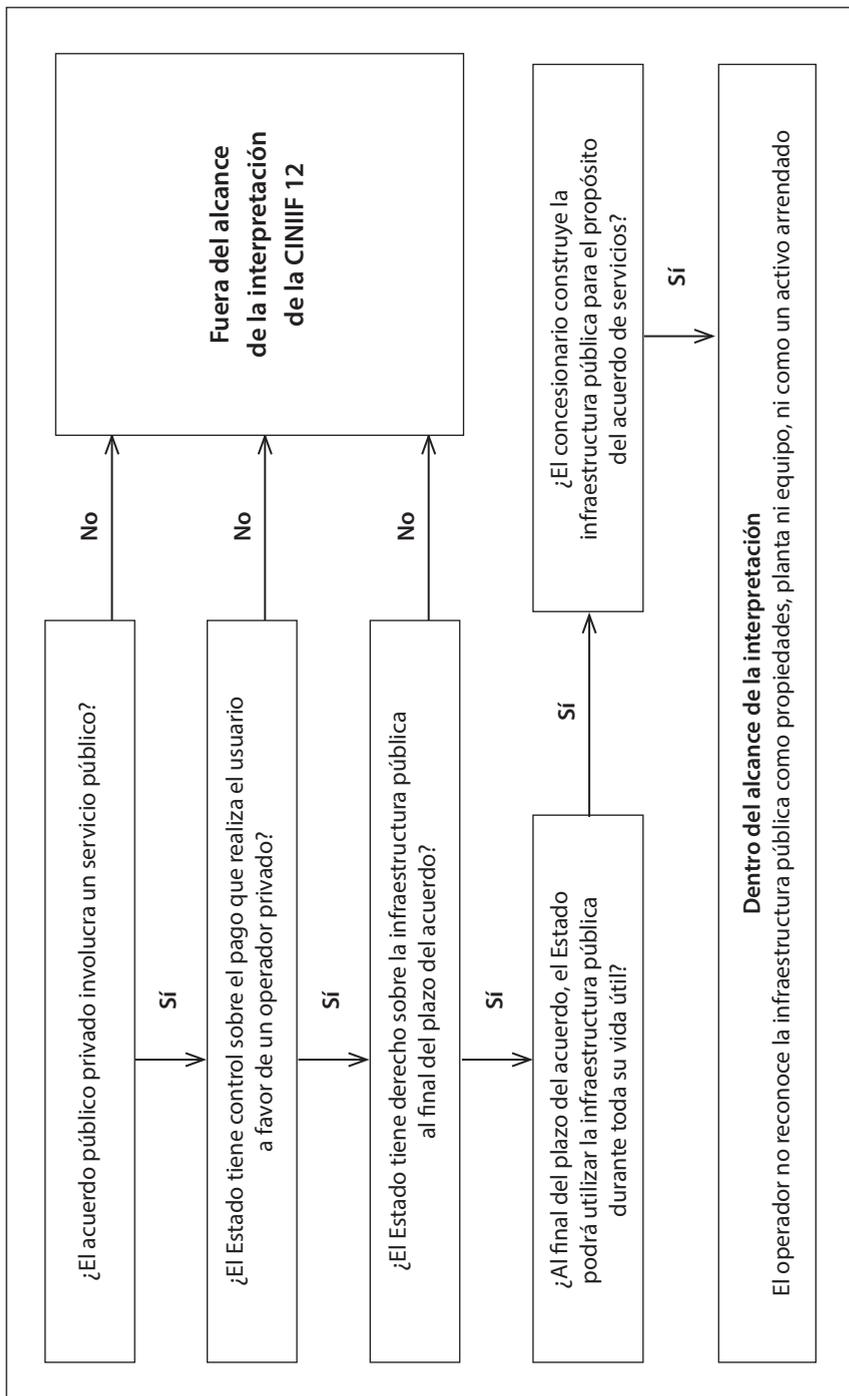


Figura 4.3. Flujo de aplicación de la CINIF 12

Fuente: Consejo Normativo de Contabilidad, 2008.
Elaboración propia.

Cuadro 4.5. Tratamiento contable de las cuentas por cobrar

Registros en la fase de construcción		
	U.M.	U.M.
Cuenta por cobrar	110	
Ingresos derivados de la construcción		110
x/xx Por el reconocimiento de los ingresos relacionados con los servicios de construcción		
	U.M.	U.M.
Costos de construcción	100	
Efectivo		100
x/xx Por el reconocimiento de los costos relacionados con los servicios de construcción		
Registros en la fase de producción		
	U.M.	U.M.
Cuenta por cobrar	80	
Ingresos ordinarios		80
x/xx Por el reconocimiento de los ingresos relacionados con la fase de producción		
	U.M.	U.M.
Cuenta por cobrar	10	
Ingresos financieros		10
x/xx Por el reconocimiento de los ingresos por intereses con el método de valor razonable		
	U.M.	U.M.
Efectivo	200	
Activo financiero		200
x/xx Por el reconocimiento del efectivo recibido de la concedente.		

Elaboración propia.

infraestructura por su uso o beneficio. Según la CINIIF 12, si la empresa operadora suministra servicios de construcción a la concedente a cambio del derecho a cobrar peajes a los usuarios de la carretera en el periodo de la concesión, se trata de un intangible.

Si una SPE cumple con la función de operador y recibe concesiones del Estado para desarrollar algún proyecto dentro de un marco de concesión de servicios, deberá considerar lo dispuesto por la CINIIF 12.

La NIC 38 define a un activo intangible como aquel activo sin apariencia física, y su párrafo 9 incluye a las concesiones como ejemplo de un intangible. Además, establece tres factores para reconocerlo como tal: la identificabilidad, tener control sobre ellos y obtener beneficios futuros de su uso.

Según el alcance de la CINIIF 12, el operador no debe reconocer la infraestructura de servicio público como propiedad, planta y equipo, pues no la controla; no puede presentarla en su estado de situación financiera ni disponer de ella, una vez cumplido el plazo de concesión. En los acuerdos de concesión, el Estado es el ente regulador de los servicios que se prestarán cuando el proyecto de infraestructura se encuentre culminado.

La SPE que se desempeñe como operador deberá contemplar lo indicado por el párrafo 17 de la CINIIF 12. En él se establece el reconocimiento del intangible a valor razonable, por la concesión recibida del Estado: “El operador reconocerá un activo intangible en la medida en que recibe un derecho (una licencia) a efectuar cargos a los usuarios del servicio público”.

La valoración inicial del intangible se realizará al valor razonable, e incluye los siguientes costos:

- Costos de construcción estimados.
- Margen de ganancia.
- Costos de financiamiento.

Esta valoración, de acuerdo con la NIC 38, se amortizará de forma sistemática a lo largo de vida útil del intangible⁵². En el caso de las concesiones, la vida útil es el plazo del contrato firmado con la concedente del activo.

Al término del plazo de la concesión, la SPE deberá entregar las infraestructuras recibidas de parte del Estado en buenas condiciones para recibir la garantía de explotación.

Los registros contables para contabilizar los costos e ingresos relacionados con un intangible se muestran en el cuadro 4.6.

c) Cuenta de propiedad, planta y equipo

Los contratos de concesión pueden establecer cláusulas mediante las cuales el concedente, el Estado, entrega bienes al operador, representado por la SPE, para su conservación.

52. Para activos intangibles con vidas útiles finitas: NIC 38-Intangible, párrafo 97.

Cuadro 4.6. Tratamiento contable de las cuentas de intangibles

Registros en la fase de construcción		
	U.M.	U.M.
Costos de construcción	100	
Efectivo		100
x/xx Por el reconocimiento de los costos relacionados con los servicios de construcción		
	U.M.	U.M.
Intangible	110	
Ingresos		110
x/xx Por el reconocimiento relacionado con los servicios de construcción a cambio de un intangible		
Registros en la fase de producción		
	U.M.	U.M.
Gastos de amortización	110	
Intangible		110
x/xx Por el reconocimiento de los ingresos relacionados con la fase de producción		

Elaboración propia.

De ocurrir esta transferencia, la SPE deberá considerar los activos como parte de sus estados financieros, en el rubro de propiedad, planta y equipo. Además, tendrá en cuenta la definición de las propiedades, plantas y equipos presentada en el párrafo 6 de la NIC 16.

Las *propiedades, planta y equipo* son activos tangibles que:

- (a) posee una entidad para su uso en la producción o el suministro de bienes y servicios, para arrendarlos a terceros o para propósitos administrativos; y
- (b) se espera utilizar durante más de un periodo.

Según la NIC 16, Propiedades, planta y equipo, los activos como maquinarias, equipos, terrenos, en un inicio, se deben reconocer al valor en libros de la empresa transferente; lo que vendría a representar el costo de adquisición para la SPE.

El párrafo 15 de la NIC 16 se refiere a la medición en el momento del reconocimiento inicial: "Un elemento de propiedades, planta y equipo, que cumpla las condiciones para ser reconocido como un activo, se medirá por su costo".

Así también, la NIC 16 nos indica cómo contabilizar la medición posterior según el modelo del costo —representado por el valor inicial menos la depreciación y pérdidas por deterioro— o según el modelo de revaluación —es el valor razonable al momento de la revaluación menos la depreciación acumulada y el importe por deterioro—.

El rubro propiedad, planta y equipo se presenta neto de depreciación, la cual se distribuye a lo largo de la vida útil del proyecto, con excepción de los terrenos que no se deprecian.

d) Cuentas por pagar comerciales

En el estado de situación financiera, este rubro incluye, entre otros, a los proveedores de la SPE de los distintos sectores participantes en el *project finance*, como las compañías de seguro, empresas constructoras, entidades bancarias, asesores, las entidades financieras.

Los contratos suscritos con el Estado incluyen una cláusula donde se regulan los acreedores permitidos, estos son aquellas entidades que pueden financiar el proyecto de inversión y otorgar la «bancabilidad» necesaria para su desarrollo. Entre ellas, se consideran a:

- (i) Cualquier institución multilateral de crédito de la cual el Perú sea miembro,
- (ii) Cualquier institución o agencia gubernamental de cualquier país con el que el Perú mantenga relaciones diplomáticas,
- (iii) Cualquier institución financiera internacional aprobada por el Perú, que tenga una calificación de riesgo no menor a la calificación de la deuda soberana a largo plazo evaluada por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) o
- (iv) Cualquier otra institución financiera nacional aprobada por el Perú, cuya calificación (asignada por una calificadora de riesgo nacional) sea no menor a “A”.

En concordancia con la NIC 1⁵³, la SPE presentará y registrará los saldos por pagar, clasificados como corrientes y no corrientes, en las de vencimiento

53. NIC 1-Presentación de Estados Financieros, párrafo 56.

mayor a un año. Aquellos son los que la SPE espera pagar en su ciclo normal de operación y liquidarlos dentro de los doce meses siguientes a la fecha de presentación del estado financiero.

Las cuentas por pagar comerciales, sobregiros bancarios, la parte corriente de un pasivo no corriente, entre otros, califican como capital de trabajo, y se presentarán en el estado de situación financiera como partida corriente.

Por otro lado, las obligaciones financieras a largo plazo obtenidas por la SPE para la ejecución del proyecto de inversión no califican como capital de trabajo, y deben ser presentadas como pasivo no corriente.

e) Patrimonio

Compuesto por el rubro capital, está formado por los aportes dinerarios o en especie de los promotores del proyecto. Los socios promotores reciben acciones y participación en la distribución de dividendos, como retribución a su aporte.

Según el contrato de concesión suscrito con el Estado, el concesionario, representado por la SPE, deberá tener en cuenta una serie de consideraciones. El Estado introduce un porcentaje de participación mínima para el concesionario. El porcentaje podría variar entre los contratos. A manera de ejemplo, se citan los siguientes casos:

- *Una participación mínima del 25% del capital suscrito y pagado de la sociedad operadora* que figura en el contrato de APP para la masificación del uso de gas natural, utilizando gas natural comprimido para las ciudades de Abancay, Andahuaylas, Huamanga, Huanta, Huancavelica, Huancayo, Jauja, Cusco, Juliaca y Puno) (Osinergmín, 2013).
- *Una participación mínima que equivale al 51% del capital social con derecho a voto, que deberá tener y mantener el operador en la sociedad concesionaria* que figura en el contrato de concesión para la asignación de los canales 15 al 20 de las bandas 10.15-10.30 Ghz y 10.50-10.65 Ghz en la provincia de Lima y la Provincia Constitucional del Callao (MTC, 2012).

- *Una participación accionaria equivalente al 25% del capital social del concesionario que el socio estratégico deberá tener y mantener como mínimo en el concesionario que figura en el contrato de concesión de la Línea 2 del Metro de Lima (MTC, 2013, p. 23).*

9.2. El estado de resultados

a) Ingresos

Los ingresos que recibe la SPE por los servicios prestados a la infraestructura construida, y una vez operativa, se deben reconocer según la NIIF 15. Dicha norma señala que se contabiliza un contrato, si se cumplen de forma conjunta las siguientes condiciones:

- (a) Las partes del contrato lo han aprobado.
- (b) La entidad puede identificar los derechos y las condiciones de pago con respecto a los bienes y servicios a transferir.
- (c) El contrato tiene fundamento comercial.
- (d) Es probable que la entidad recaude la contraprestación a la que tendrá derecho, a cambio de bienes y servicios que se transferirán al cliente.

La SPE que lleva a cabo un *project finance* para la construcción de una carretera o para la construcción de líneas de transmisión, y espera cobrar un peaje o una tarifa al usuario final, reconocerá estos ingresos en la medida que inicie su fase operativa y cumpla los requisitos descritos en el párrafo anterior.

Por otro lado, en los contratos APP cofinanciados, donde el Estado se compromete a realizar pagos garantizados a lo largo de la ejecución del proyecto, el interés de las cuentas por cobrar debe ser contabilizado por separado, como ingresos financieros. El importe en efectivo a recibir por concepto de pagos mínimos garantizados se contabilizará como un ingreso.

En los contratos de concesión se establece la existencia o no de pagos mínimos garantizados por el Estado, en la fase operativa en la cual la infraestructura esté concluida y disponible para que los ciudadanos la utilicen.

Cuando el *project finance* es autosostenible, los ingresos percibidos de los beneficiarios del proyecto serán los únicos ingresos de la SPE. En la fase operativa, los ingresos recibidos por la SPE, en el caso de un proyecto de carretera, son los peajes que cobra a los usuarios de la infraestructura.

b) Costos financieros

Según la NIC 23, durante la fase de construcción del acuerdo por el cual la SPE, como operador, reciba un activo intangible —entendido como el derecho a cobrar a los usuarios del servicio público al cual accederán una vez concluida la etapa de su construcción—, será atribuido al valor del intangible y no como un gasto del periodo. Es decir, los costos financieros se deben capitalizar. Los costos financieros, una vez que la etapa de construcción de la infraestructura se termine y se inicie la fase productiva o de utilización, deberán reconocerse en los resultados de la SPE.

Para calcular qué parte de las utilidades antes de intereses e impuestos se destina al pago de intereses y la devolución del capital, se utiliza el ratio de cobertura del servicio de deuda.

9.3. El estado de flujo de efectivo

En el estado de flujo de efectivo, la SPE deberá presentar todas las entradas en efectivo, recibidas o entregadas por el proyecto. Estas deben ser clasificadas según el destino o utilización del efectivo en actividades de operación, inversión y financiamiento.

Los desembolsos por concepto de operación incluyen los pagos a los proveedores del proyecto por la ejecución de la construcción; pagos de seguros; pagos por asesorías técnicas, ambientales, financieras; etcétera. Los pagos por la amortización de la deuda califican como actividades de inversión.

9.4. Información contable a revelar en un contrato de concesión

La principal información contable a revelar sobre un contrato de concesión, en este caso, para proyectos de inversión bajo la modalidad APP, son los siguientes puntos:

- (a) Según la SIC 29, un operador revelará el importe de los ingresos y los resultados reconocidos en el periodo por los servicios de construcción intercambiados por un activo financiero o un activo intangible. El párrafo 6 establece las pautas que deben revelar el operador y el concedente, en el marco de un acuerdo de concesión de servicios: descripción del acuerdo.
- (b) Periodo de concesión, fechas de revisión de precios y las bases sobre las que se revisan los precios.
- (c) La naturaleza y alcance, entre otros.

10. Criterio de consolidación de la SPE

Uno de los beneficios del *project finance* resalta que el endeudamiento del proyecto no figura en los estados financieros del patrocinador porque el proyecto es llevado a cabo por una SPE, entidad independiente al patrocinador y a la cual le es permitido asumir un alto ratio de deuda. Según lo expuesto, en los estados financieros del patrocinador o empresa patrocinadora no se consolida la deuda asumida por la SPE.

Los líderes del G20 solicitaron al IASB la elaboración de un lineamiento para llevar la contabilidad y revelación de las operaciones de las SPE. En respuesta a esta preocupación se emitió la NIIF 10-Estados financieros consolidados, vigente desde el 1 de enero de 2013, en reemplazo de la NIC 27. Dicha NIIF establece el criterio de control aplicable a todas las empresas, incluso las de propósito especial, como eje principal en la consolidación de los estados financieros.

La SPE, como parte de la estructura de un *project finance*, se crea como una entidad independiente y, como tal, deberá preparar sus estados financieros. La NIIF 10 hace referencia a estas sociedades:

Acuerdos conjuntos estructurados a través de un vehículo separado:

- Un acuerdo conjunto en el que los activos y pasivos relacionados con el acuerdo se mantienen en un vehículo separado puede ser un negocio conjunto o una operación conjunta.
- Si una parte es un operador conjunto o un participante en un negocio conjunto dependerá de los derechos de las partes a los activos y de las

obligaciones con respecto a los pasivos, relacionados con el acuerdo que se mantienen en el vehículo separado.

- Como señalaba el párrafo B15, cuando las partes tienen estructurado un acuerdo conjunto en un vehículo separado, las partes necesitan evaluar si la forma legal del vehículo separado, las cláusulas del acuerdo contractual y, cuando corresponda, cualesquiera otros factores y circunstancias les otorgan:
 - (a) derecho a los activos y obligaciones con respecto a los pasivos relativos al acuerdo (es decir, el acuerdo es una operación conjunta); o
 - (b) derecho a los activos netos del acuerdo (es decir, el acuerdo es un negocio conjunto).

Después de la revisión de las normas contables utilizadas de manera genérica en el Perú, se han identificado cuáles son las NIIF que se aplican de manera directa en el desarrollo de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP y utilizan la herramienta de *project finance*.

Teniendo en cuenta la CINIIF 12 y la NIC 38, podemos afirmar que sí se cuenta con una regulación contable especial para las SPE en la elaboración de sus estados financieros para ser presentados a un usuario externo, representado en los supervisores de obras. Además, debe tomarse en cuenta que el derecho a explotar un bien o servicio público no puede ser depreciado, más bien deben aplicarse los métodos correspondientes a la amortización de bienes intangibles.

5

Aspectos financieros y casos prácticos de *project finance*

Una vez analizados los principales riesgos de un proyecto de inversión, los aspectos tributarios más importantes y los aspectos contables que inciden en su ejecución bajo un esquema de *project finance*, corresponde analizar los principales aspectos financieros que todo inversionista debería tomar en cuenta para el desarrollo de sus proyectos, bajo la modalidad de APP, en cualquiera de los sectores económicos.

La primera aproximación a los aspectos financieros subyace en la elaboración y análisis del flujo de caja (*cash flow*⁵⁴) del proyecto. Este contiene los datos suficientes como para iniciar una evaluación sobre la viabilidad de un proyecto de inversión bajo un esquema de *project finance*, de conformidad con la envergadura y las características propias del proyecto.

El *cash flow* del proyecto incorporará los ingresos y egresos de todas y cada una de sus etapas, donde los flujos positivos recién se generarían luego del inicio de la operación del proyecto, dada la propia naturaleza del *project finance*.

54. Según Gómez y Jurado (2001, p. 79), una sencilla definición de *cash flow* sería: «el beneficio neto que el proyecto obtenga después de pagar intereses e impuestos según la cuenta de resultados de la compañía creada al efecto (SPV), sumando las amortizaciones de los activos efectuados en el ejercicio».

La etapa constructiva del *project finance* no siempre debe estar concluida para iniciar la etapa operativa. Existen algunos proyectos en los cuales la operación solo depende de la culminación de una parte de las obras o de, incluso, la instalación y puesta en marcha de determinados equipos o de maquinaria esenciales para la explotación del proyecto de APP.

De esta manera, el inversionista deberá conocer por completo los alcances del proyecto de inversión, a fin de poder proyectar sus flujos futuros y modelar el negocio a ser desarrollado. De la información contemplada en los flujos económicos, a continuación se realizará un análisis de las principales herramientas financieras que evalúan la viabilidad del proyecto de inversión bajo un esquema de *project finance*.

1. El costo anual uniforme equivalente (CAUE)

De la revisión de los textos académicos, encontramos que el método del CAUE recae en la conversión de los ingresos y egresos de un proyecto de inversión a una modalidad lineal de pagos a ser efectuados.

Si luego de aplicar este método, el resultado del CAUE es positivo, originado porque los ingresos sean mayores que los egresos del proyecto, existe evidencia de su viabilidad.

De lo contrario, si el CAUE obtenido es negativo, porque los egresos son mayores que los ingresos, el proyecto de inversión podría ocasionar pérdidas y, por lo tanto, no sería recomendable su ejecución.

En vista de la simplicidad de la operación de cálculo del CAUE, pues no toma en cuenta otros aspectos que afectan positiva o negativamente el desarrollo del proyecto de inversión, es recomendable utilizar otras herramientas financieras para evaluar la viabilidad del proyecto.

2. El valor actual neto (VAN)

Si se parte de la premisa que el valor del dinero cambia con el paso del tiempo, un inversionista preferirá tener su dinero hoy en lugar de recibir

dicho pago en una fecha futura. En efecto, en palabras de Gómez y Jurado (2001, p. 81):

Cuanto más tarde recibamos un flujo de caja, más puede la inflación reducir su valor real y mayor es el riesgo de no cobrar en su momento, además de existir un coste de oportunidad por no tener fondos que invertir con intereses.

$$VA = \frac{C}{1 + r}$$

Conforme se observa de la fórmula expuesta, en concordancia con lo descrito por Yescombe (2013), VA es el valor actual de los recursos económicos futuros representados por C , tomando en consideración el costo del dinero en el tiempo, explicitado por medio de la tasa de descuento r para ese único periodo.

La fórmula citada sirve como herramienta para el cálculo del valor actual neto (VAN) de un recurso económico futuro C , afectado por un interés r que refleja la tasa de descuento y un valor t que expresa el número de periodos. Bajo esta premisa, para el caso del cálculo del VAN de un *cash flow*, solo restaría efectuar la inversión inicial (C_0) ejecutada en el periodo cero a la sumatoria de los flujos futuros de C_t de la siguiente manera:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1 + r)^t} - C_0$$

Según lo mencionado, se utiliza la fórmula del VAN para tomar cada flujo futuro y expresarlo en su valor presente con el fin de presentar al inversionista el valor real actual de la caja. Así, el VAN se traduciría como el valor presente de un flujo de caja futuro actualizado al día de hoy, utilizando la tasa de descuento.

De la aplicación de la fórmula presentada, cuando el resultado sea mayor que cero, la inversión produciría ganancias por encima de la rentabilidad exigida y constituiría un proyecto rentable. Sin embargo, si este resultase menor que cero, el proyecto debería ser desestimado.

3. La tasa interna de retorno (TIR)

Según Yescombe (2013), la TIR expresa la medida de la rentabilidad de la inversión durante la vigencia del desarrollo de un proyecto de inversión bajo el esquema de *project finance*. Tras una operación matemática con la siguiente fórmula, donde $-I_0$ responde a la inversión inicial sumado al valor de los flujos de caja (C_t), el resultado es cero.

$$0 = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1 + TIR)^t}$$

Se entiende que a mayor TIR, la probabilidad de rentabilidad en el desarrollo del proyecto también es mayor. Caso contrario, podría significar que con dichos flujos no se podrá cubrir ni siquiera al coste de capital.

Conforme lo señalado por un especialista en inversiones, no todas las TIR positivas podrán ser aceptadas como válidas por los inversionistas, pues se espera encontrar una TIR cuyo valor sea superior al coste de capital.

4. El cálculo del costo de capital a partir del WACC y CAPM

Para la aplicación de las herramientas financieras explicadas en las secciones anteriores, es necesario conocer la tasa de descuento. En el caso del desarrollo de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP, que utilizan la herramienta del *project finance*, no es una tarea sencilla.

Conforme lo señalan Gómez y Jurado (2001, p. 82), «la tasa aplicada va a depender que el VAN del Project Finance [aplicado en el proyecto de inversión] pueda ser más o menos elevado, o incluso negativo», razón por la cual será necesario aplicar la tasa de coste promedio ponderado de capital o WACC (*weight average cost of capital*).

Asimismo, Gómez y Jurado (2001) comentan que existe la posibilidad de evaluar el costo de cada fuente de financiamiento, ya sea por recursos propios o por fondos de crédito, utilizando el modelo de identificación de costos o precios de los pasivos (*capital assets*) implementados en la SPE, por

medio del CAPM (*capital assets pricing model*, modelo de fijación de precios de los activos de capital).

Este modelo puede ser aplicado de modo directo a un proyecto de inversión bajo la modalidad de APP, que utiliza la herramienta del *project finance*, para determinar los costos necesarios para el cálculo del WACC.

Una vez calculado el WACC, podremos utilizar este porcentaje como tasa de descuento en las estimaciones necesarias para la herramienta del VAN del proyecto de inversión. Gómez y Jurado (2001) resaltan, además, que las aplicaciones del CAPM ayudan a los inversionistas, financistas y estructuradores de proyectos de inversión a conocer la prima de riesgo involucrada en su ejecución.

5. El índice de rentabilidad sobre los activos (ROA)

Según el Informativo Caballero Bustamante (2011), este índice (ROA por sus siglas en inglés, *return on assets*) es un ratio de rentabilidad de los activos o rentabilidad económica, y se utiliza para medir la eficiencia de los activos totales de una empresa. Es decir, mide la capacidad de los activos de una empresa para generar renta.

Cabe tener presente que cuanto más elevado sea dicho ratio, más rentable serán los activos, es decir, más eficientes y productivos. Si dicho ratio es bajo, se asociará a la baja productividad de aquellos.

En efecto, el ROA permite observar cómo aprovechará la empresa sus activos para generar mayores beneficios.

Su fórmula es la siguiente:

$$ROA = \text{Utilidad neta} / \text{Activo total}$$

6. El índice de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)

De conformidad con el Informativo Caballero Bustamante (2011), este indicador (ROE por sus siglas en inglés, *return on equity*) se encuentra diseñado

para medir el rendimiento que obtienen los accionistas de la inversión efectuada en la empresa. Esto es, la cantidad de utilidad neta generada por dicha inversión como patrimonio.

En efecto, el ROE medirá la capacidad de la empresa de remunerar a su accionistas, pues el objetivo de todo accionista siempre será obtener una rentabilidad de su inversión. Por lo tanto, se trata que dicho ratio sea lo más elevado posible. Este ratio es muy utilizado para comparar la rentabilidad de empresas del mismo sector. A partir de él, los accionistas conocerán cómo se emplean los recursos propios de una empresa.

Su fórmula es la siguiente:

$$ROE = Utilidad\ neta / Patrimonio$$

7. El valor económico agregado (EVA)

El Informativo Caballero Bustamante (2011) define al valor económico agregado (EVA por sus siglas en inglés, *economic value added*) como un indicador financiero cuyo resultado se obtiene luego de deducir todos los gastos, incluidos el costo de oportunidad del accionista y los impuestos, siendo satisfecha una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas.

El EVA mide la creación de valor producido en una compañía durante un determinado periodo.

Su fórmula es la siguiente:

$$EVA = Utilidad\ operativa - Costo\ por\ el\ uso\ de\ activos$$

Todo inversionista debe tener los conocimientos mínimos necesarios para comprender los alcances del proyecto que pretender ejecutar, a partir de las herramientas financieras que ayudan a la estimación de los flujos futuros del *project finance*.

La experiencia técnica y la solidez de la empresa no son únicas ni autosuficientes para desarrollar un proyecto de inversión. Cada una de las

herramientas financieras presentadas en el trabajo de investigación ayudará al inversionista en la elaboración del modelo económico financiero necesario para tal fin.

8. Casos prácticos de *project finance* en un proyecto vial

Sobre la base de las herramientas financieras desarrolladas en la presente investigación, se abordarán algunos ejercicios prácticos para un mejor entendimiento de los conocimientos vinculados al desarrollo de proyectos de inversión en el Perú bajo un esquema de APP, que utilizan la herramienta del *project finance* como una alternativa no tradicional de financiamiento.

El proyecto ejemplo es un proyecto vial que cuenta con un monto de inversión referencial de 75.3 millones de soles y flujos de caja futuros crecientes, según los datos proporcionados, así como los gastos financieros y administrativos, seguros y fianzas (se tiene en cuenta los montos que, por lo general, se aplican a proyectos de inversión de similar envergadura y del sector económico expuesto). Con dicha información podremos hallar el VAN y la TIR del proyecto ejemplo.

Además, se debe considerar que los montos y supuestos no responden a ningún caso real ni se ha verificado la información consignada para la elaboración de los casos ejemplos. Así, los autores de la presente investigación no garantizan la validez, veracidad, suficiencia, integridad o exactitud de la información contenida en los casos siguientes.

Cualquier error u omisión, así como las opiniones, estimados y proyecciones contenidas en los siguientes ejemplos, que hayan sido elaborados sobre la base de información propia, no han podido ser confirmados de manera exacta y razonable. La reproducción, parcial o total, de los siguientes casos por cualquier medio puede ser efectuada para fines académicos.

Dado los siguientes datos que se muestran en el cuadro 5.1, podremos hallar el VAN y la TIR del proyecto ejemplo.

Para lograr hallar el flujo del financiamiento, tomaremos los pagos del préstamo y amortización de la deuda que se muestran en el cuadro 5.2.

Cuadro 5.1. Ejemplo del flujo operativo de un proyecto vial (en miles de soles)

Periodo	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Inversión	(75,300)										
Ingresos		12,000	14,300	16,940	19,965	23,426	27,379	31,888	37,026	42,872	49,517
Costos y gastos											
Costos variables		(2,500)	(2,505)	(2,510)	(2,515)	(2,520)	(2,525)	(2,530)	(2,535)	(2,540)	(2,545)
Costos fijos		(1,850)	(1,854)	(1,857)	(1,861)	(1,865)	(1,869)	(1,872)	(1,876)	(1,880)	(1,884)
Seguros		(124)	(124)	(124)	(125)	(125)	(125)	(125)	(126)	(126)	(126)
Carta fianza		(56)	(56)	(56)	(56)	(56)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)
Variación en capital de trabajo	(320)										
Total de gastos		(4,530)	(4,539)	(4,548)	(4,557)	(4,566)	(4,575)	(4,585)	(4,594)	(4,603)	(4,612)
Resultado operativo		7,470	9,761	12,392	15,408	18,859	22,803	27,303	32,432	38,269	44,905
Impuesto a la renta (28%)		(2,092)	(2,733)	(3,470)	(4,314)	(5,281)	(6,385)	(7,645)	(9,081)	(10,715)	(12,573)
Flujo operativo	(75,620)	5,378	7,028	8,922	11,094	13,579	16,418	19,658	23,351	27,554	32,331
Flujo descontado	(75,620)	4,802	5,603	6,351	7,050	7,705	8,318	8,893	9,431	9,936	10,410
$K_F = 12\%$											
VAN		2,878									
TIR		13%									

Elaboración propia.

Cuadro 5.2. Cronograma de amortización de la deuda financiera (en miles de soles)

Periodo de pago	Saldo final	Capital	Intereses	Cuota de pago
Saldo inicial	55,000			
Semestre 1	51,798	3,202	1,693	4,895
Semestre 2	48,498	3,300	1,595	4,895
Semestre 3	45,096	3,402	1,493	4,895
Semestre 4	41,589	3,507	1,388	4,895
Semestre 5	37,974	3,615	1,280	4,895
Semestre 6	34,248	3,726	1,169	4,895
Semestre 7	30,407	3,841	1,054	4,895
Semestre 8	26,448	3,959	936	4,895
Semestre 9	22,368	4,081	814	4,895
Semestre 10	18,161	4,206	689	4,895
Semestre 11	13,825	4,336	559	4,895
Semestre 12	9,356	4,469	426	4,895
Semestre 13	4,749	4,607	288	4,895
Semestre 14	0	4,749	146	4,895

Elaboración propia.

A partir de la información financiera mostrada en el cuadro 5.2, podemos incorporar el flujo del financiamiento para hallar el flujo total del proyecto ejemplo que se observa en el cuadro 5.3.

8.1. Cálculo de los principales indicadores de rentabilidad para el proyecto vial

De otro lado, en el cuadro 5.4 se presentan los principales datos de los estados financieros del proyecto vial bajo un esquema de APP: activos, deuda, capital, y patrimonio, de manera que se puede hacer un análisis financiero de la rentabilidad a través de los más importantes índices y ratios que se muestran en los cuadros 5.5, 5.6 y 5.7.

Cuadro 5.4. Estado financiero del proyecto vial bajo un esquema de APP (en soles)

Activo	Pasivo
	Deuda total: 66,500,000
Activos totales: 96,500,000	Capital: 13,000,000
	Resultados acumulados: 17,000,000
	Patrimonio: 30,000,000

Elaboración propia.

Cuadro 5.3. Flujo del proyecto vial con la deuda por financiamiento durante el periodo de repago (en miles de soles)

Periodo	0	1	2	3	4	5	6	7
Préstamo	55,000							
Amortización del 1er. semestre		(3,202)	(3,402)	(3,615)	(3,841)	(4,081)	(4,336)	(4,607)
Amortización del 2do. semestre		(3,300)	(3,507)	(3,726)	(3,959)	(4,206)	(4,469)	(4,749)
Total de amortizaciones		(6,502)	(6,909)	(7,341)	(7,800)	(8,287)	(8,805)	(9,356)
Intereses del 1er. semestre		(1,693)	(1,493)	(1,280)	(1,054)	(814)	(559)	(288)
Intereses del 2do. semestre		(1,595)	(1,388)	(1,169)	(936)	(689)	(426)	(146)
Total de intereses		(3,288)	(2,881)	(2,449)	(1,990)	(1,503)	(985)	(434)
Flujo con deuda financiera	55,000	(9,790)						
Flujo financiero descontado		(8,981)	(8,240)	(7,559)	(6,935)	(6,363)	(5,837)	(5,355)
<i>K_D = 9%</i>								
Flujo operativo	(75,620)	5,378	7,028	8,922	11,094	13,579	16,418	19,658
Flujo total del proyecto	(20,620)	(4,412)	(2,762)	(868)	1,304	3,789	6,628	9,868

Elaboración propia.

Cuadro 5.5. Cálculo del ROA y ROE del proyecto vial para el periodo de repago (en miles de soles)

	1	2	3	4	5	6	7
ROA							
=	$\frac{(4,412)}{96,500}$	$\frac{(2,762)}{96,500}$	$\frac{(868)}{96,500}$	$\frac{1,304}{96,500}$	$\frac{3,789}{96,500}$	$\frac{6,628}{96,500}$	$\frac{9,868}{96,500}$
	-4.57%	-0.90%	-0.90%	1.35%	3.93%	6.87%	10.23%
ROE							
=	$\frac{(4,412)}{13,000}$	$\frac{(2,762)}{13,000}$	$\frac{(868)}{13,000}$	$\frac{1,304}{13,000}$	$\frac{3,789}{13,000}$	$\frac{6,628}{13,000}$	$\frac{9,868}{13,000}$
	-33.93%	-21.24%	-6.67%	10.03%	29.15%	50.99%	75.92%

Elaboración propia.

Cuadro 5.6. Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC) para el proyecto vial

Monto de la deuda total	D	S/ 66,500,000
Patrimonio o capital propio (<i>equity</i>)	E	S/ 30,000,000
Tasa esperada de retorno del inversionista	K_E	12%
Costo de la deuda	K_D	9%
Tasa del impuesto a la renta	T	28%
Costo promedio ponderado del capital (<i>weighted average cost of capital</i>)	WACC	
$WACC = \frac{E \times K_E + D \times K_D \times (1 - T)}{E + D}$		
$WACC = \frac{(S/ 30,000,000) \times 12\% + (S/ 66,500,000) \times 9\% \times (1 - 28\%)}{S/ 96,500,000}$		
$WACC = 8.20\%$		

Elaboración propia.

Cuadro 5.7. Cálculo del valor económico agregado (EVA) para el proyecto vial (en miles de soles)

EVA del periodo 1
<i>EVA</i> año 1 = Utilidad operativa después de impuestos del año 1 – Costo del uso del activo × WACC
<i>EVA</i> año 1 = S/ 5,378 – S/ 30,000 × 8.20%
<i>EVA</i> año 1 = S/ 2,918
EVA del periodo 2
<i>EVA</i> año 2 = Utilidad operativa después de impuestos del año 2 – Costo del uso del activo × WACC
<i>EVA</i> año 2 = S/ 7,028 – S/ 30,000 × 8.20%
<i>EVA</i> año 2 = S/ 4,568
EVA del periodo 3
<i>EVA</i> año 3 = Utilidad operativa después de impuestos del año 3 – Costo del uso del activo × WACC
<i>EVA</i> año 3 = S/ 8,922 – S/ 30,000 × 8.20%
<i>EVA</i> año 3 = S/ 6,462
EVA del periodo 4
<i>EVA</i> año 4 = Utilidad operativa después de impuestos del año 4 – Costo del uso del activo × WACC
<i>EVA</i> año 4 = S/ 11,094 – S/ 30,000 × 8.20%
<i>EVA</i> año 4 = S/ 8,634
EVA del periodo 5
<i>EVA</i> año 5 = Utilidad operativa después de impuestos del año 5 – Costo del uso del activo × WACC
<i>EVA</i> año 5 = S/ 13,579 – S/ 30,000 × 8.20%
<i>EVA</i> año 5 = S/ 11,120
EVA del periodo 6
<i>EVA</i> año 6 = Utilidad operativa después de impuestos del año 6 – Costo del uso del activo × WACC
<i>EVA</i> año 6 = S/ 16,418 – S/ 30,000 × 8.20%
<i>EVA</i> año 6 = S/ 13,959
EVA del periodo 7
<i>EVA</i> año 7 = Utilidad operativa después de impuestos del año 7 – Costo del uso del activo × WACC
<i>EVA</i> año 7 = S/ 19,658 – S/ 30,000 × 8.20%
<i>EVA</i> año 7 = S/ 17,200
EVA del periodo 8
<i>EVA</i> año 8 = Utilidad operativa después de impuestos del año 8 – Costo del uso del activo × WACC
<i>EVA</i> año 8 = S/ 23,351 – S/ 30,000 × 8.20%
<i>EVA</i> año 8 = S/ 20,892
EVA del periodo 9
<i>EVA</i> año 9 = Utilidad operativa después de impuestos del año 9 – Costo del uso del activo × WACC
<i>EVA</i> año 9 = S/ 27,554 – S/ 30,000 × 8.20%
<i>EVA</i> año 9 = S/ 25,095
EVA del periodo 10
<i>EVA</i> año 10 = Utilidad operativa después de impuestos del año 10 – Costo del uso del activo × WACC
<i>EVA</i> año 10 = S/ 32,331 – S/ 30,000 × 8.20%
<i>EVA</i> año 10 = S/ 29,873

Elaboración propia.

8.2. El proyecto vial con el ingreso mínimo garantizado (IMAG)

A partir del desarrollo de los ejercicios mostrados, plasmar el impacto que tendría un esquema de IMAG en el flujo de caja del ejercicio anterior, donde se incorporará la garantía no financiera en los años en que se active, para lograr la demanda esperada por el inversionista, se utilizará el condicional "IF" en la hoja de cálculo MS-Excel con el fin de explicitar el aseguramiento de demanda que proporciona el Estado sobre los ingresos mínimos proyectados durante la vida del proyecto de inversión (ver cuadro 5.8).

Con el objetivo de mostrar la utilidad de la herramienta del IMAG, este se expresa en función tanto de una tarifa regulada que empieza en 3 soles con un aumento de medio sol por año, así como por el número de vehículos proyectados mediante un incremento anual de 10% del parque automotor (a manera de ejemplo).

8.3. El proyecto vial con IMAG y riesgo geológico no previsto

De otro lado, si el inversionista no ha efectuado una correcta estimación de los riesgos geológicos del proyecto (y no ha utilizado la alternativa de mitigación, desarrollada a partir de un presupuesto máximo a cargo de la SPE) y ocurre un hallazgo geológico no previsto que quintuplica sus costos fijos (ver cuadro 5.9), el flujo de caja se vería afectado con una TIR modificada. De esta manera, tomaremos en cuenta una quintuplicación de los costos fijos del proyecto, lo cual impacta de manera directa en la TIR obtenida en los ejercicios anteriores.

8.4. El proyecto vial con IMAG e incremento de la tasa de Impuesto a la Renta

Si no se suscribe un convenio de estabilidad jurídica y se cambia la legislación tributaria vigente, variando las tasas o hechos imponible del impuesto a la renta, el impacto esperado en el flujo de caja del inversionista se vería afectado con una TIR modificada.

Para los ejercicios anteriores se tomó en cuenta una aplicación del impuesto a la renta con una tasa del 28% y si este se incrementa en 7 puntos porcentuales (ver cuadro 5.10), en vista de que no se ha firmado ningún

Cuadro 5.8. Flujo operativo del proyecto vial con el ingreso mínimo garantizado (IMAG) (en miles de soles)

Periodo	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Tarifa (aumenta S/ 0.50 por año)		S/. 3.00	S/. 3.50	S/. 4.00	S/. 4.50	S/. 5.00	S/. 5.50	S/. 6.00	S/. 6.50	S/. 7.00	S/. 7.50
Vehículos (aumenta 10% por año)		2,500,000	2,750,000	3,025,000	3,328,000	3,660,000	4,026,000	4,429,000	4,872,000	5,359,000	5,895,000
IMAG		12,000	14,300	16,940	19,965	23,426	27,379	31,888	37,026	42,872	49,517
Aporte del Estado		4,500	4,675	4,840	4,991	5,124	5,234	5,315	5,359	5,359	5,305
Inversión	(75,300)										
Ingresos		12,000	14,300	16,940	19,965	23,426	27,379	31,888	37,026	42,872	49,517
Costos y gastos											
Costos variables		(2,500)	(2,505)	(2,510)	(2,515)	(2,520)	(2,525)	(2,530)	(2,535)	(2,540)	(2,545)
Costos fijos		(1,850)	(1,854)	(1,857)	(1,861)	(1,865)	(1,869)	(1,872)	(1,876)	(1,880)	(1,884)
Seguros		(124)	(124)	(124)	(125)	(125)	(125)	(125)	(126)	(126)	(126)
Carta fianza		(56)	(56)	(56)	(56)	(56)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)
Variación en capital de trabajo	(320)										
Total de gastos		(4,530)	(4,539)	(4,548)	(4,557)	(4,566)	(4,575)	(4,585)	(4,594)	(4,603)	(4,612)
Resultado operativo		7,470	9,761	12,392	15,408	18,859	22,803	27,303	32,432	38,269	44,905
Impuesto a la renta (28%)		(2,092)	(2,733)	(3,470)	(4,314)	(5,281)	(6,385)	(7,645)	(9,081)	(10,715)	(12,573)
Flujo operativo	(75,620)	5,378	7,028	8,922	11,094	13,579	16,418	19,658	23,351	27,554	32,331
Flujo descontado	(75,620)	4,802	5,603	6,351	7,050	7,705	8,318	8,893	9,431	9,936	10,410
$K_E = 12\%$											
VAN		2,878									
TIR		13%									

Elaboración propia.

Cuadro 5.9. Flujo operativo del proyecto vial con IMAG y riesgo geológico no previsto (en miles de soles)

Periodo	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Tarifa regulada		S/. 3.00	S/. 3.50	S/. 4.00	S/. 4.50	S/. 5.00	S/. 5.50	S/. 6.00	S/. 6.50	S/. 7.00	S/. 7.50
Vehículos		2,500,000	2,750,000	3,025,000	3,325,000	3,660,000	4,026,000	4,429,000	4,872,000	5,359,000	5,895,000
IMAG		12,000	14,300	16,940	19,965	23,426	27,379	31,888	37,026	42,872	49,517
Aporte del Estado		4,500	4,675	4,840	4,991	5,124	5,234	5,315	5,359	5,359	5,305
Inversión	(75,300)										
Ingresos		12,000	14,300	16,940	19,965	23,426	27,379	31,888	37,026	42,872	49,517
Costos y gastos											
Costos variables		(2,500)	(2,505)	(2,510)	(2,515)	(2,520)	(2,525)	(2,530)	(2,535)	(2,540)	(2,545)
Costos fijos (se quintuplica)		(9,250)	(9,269)	(9,287)	(9,306)	(9,324)	(9,343)	(9,362)	(9,380)	(9,399)	(9,418)
Seguros		(124)	(124)	(124)	(125)	(125)	(125)	(125)	(126)	(126)	(126)
Carta fianza		(56)	(56)	(56)	(56)	(56)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)
Variación en capital de trabajo	(320)										
Total de gastos		(11,930)	(11,954)	(11,978)	(12,002)	(12,026)	(12,050)	(12,074)	(12,098)	(12,122)	(12,146)
Resultado operativo		70	2,346	4,962	7,963	11,400	15,329	19,814	24,928	30,750	37,370
Impuesto a la renta (28%)		(20)	(657)	(1,389)	(2,230)	(3,192)	(4,292)	(5,548)	(6,980)	(8,610)	(10,464)
Flujo operativo	(75,620)	50	1,689	3,573	5,734	8,208	11,037	14,266	17,948	22,140	26,907
Flujo descontado	(75,620)	45	1,347	2,543	3,644	4,657	5,592	6,453	7,249	7,984	8,663
$K_E = 12\%$											
VAN											-27,443
TIR											5%

Elaboración propia.

Cuadro 5.10. Flujo operativo del proyecto vial con IMAG e incremento de la tasa de Impuesto a la Renta (en miles de soles)

Periodo	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Tarifa regulada		S/. 3.00	S/. 3.50	S/. 4.00	S/. 4.50	S/. 5.00	S/. 5.50	S/. 6.00	S/. 6.50	S/. 7.00	S/. 7.50
Vehículos		2,500,000	2,750,000	3,025,000	3,328,000	3,660,000	4,026,000	4,429,000	4,872,000	5,359,000	5,895,000
IMAG		12,000	14,300	16,940	19,965	23,426	27,379	31,888	37,026	42,872	49,517
Aporte del Estado		4,500	4,675	4,840	4,991	5,124	5,234	5,315	5,359	5,359	5,305
Inversión	(75,300)										
Ingresos		12,000	14,300	16,940	19,965	23,426	27,379	31,888	37,026	42,872	49,517
Costos y gastos											
Costos variables		(2,500)	(2,505)	(2,510)	(2,515)	(2,520)	(2,525)	(2,530)	(2,535)	(2,540)	(2,545)
Costos fijos		(1,850)	(1,854)	(1,857)	(1,861)	(1,865)	(1,869)	(1,872)	(1,876)	(1,880)	(1,884)
Seguros		(124)	(124)	(124)	(125)	(125)	(125)	(125)	(126)	(126)	(126)
Carta fianza		(56)	(56)	(56)	(56)	(56)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)
Variación en capital de trabajo	(320)										
Total de gastos		(4,530)	(4,539)	(4,548)	(4,557)	(4,566)	(4,575)	(4,585)	(4,594)	(4,603)	(4,612)
Resultado operativo		7,470	9,761	12,392	15,408	18,859	22,803	27,303	32,432	38,269	44,905
Impuesto a la renta (35%)		(2,615)	(3,416)	(4,337)	(5,393)	(6,601)	(7,981)	(9,556)	(11,351)	(13,394)	(15,717)
Flujo operativo	(75,620)	4,856	6,345	8,055	10,015	12,259	14,822	17,747	21,081	24,875	29,188
Flujo descontado	(75,620)	4,335	5,058	5,733	6,365	6,956	7,509	8,028	8,514	8,970	9,398
$K_E = 12\%$											
VAN											-4,754
TIR											11%

Elaboración propia.

convenio de estabilidad jurídica, se producirá un impacto negativo en la TIR del proyecto vial.

Como puede observarse, la correcta mitigación de riesgos impacta de manera directa en el *cash flow* del inversionista. Por ello, es muy importante incorporar fórmulas contractuales que reduzcan óptimamente el impacto de los riesgos de carácter geológico o impositivo —previamente identificados en el *project finance*— que afecten un ingreso mínimo garantizado en un proyecto de inversión bajo la modalidad de APP.

Conclusiones generales y recomendaciones

1. A lo largo de la presente investigación, se han abordado los principales aspectos tributarios, contables y financieros que deben ser tomados en cuenta por los inversionistas, estructuradores y consultores en general para el desarrollo de proyectos de inversión bajo la modalidad de APP, que utilizan la herramienta del *project finance*, considerando que el conocimiento de los especialistas se encuentra disperso y obra fundamentalmente en quienes desarrollan proyectos de APP. Sin embargo, ese conocimiento se pierde cuando los funcionarios cambian de actividad laboral.

En el caso peruano, las experiencias en el desarrollo de proyectos de APP son relativamente recientes y el vasto conocimiento desarrollado en el presente siglo no se ha expresado de una manera sistemática. Por lo tanto, se considera un aporte de este documento el haber unido los aspectos teóricos desarrollados en países foráneos con el conocimiento de profesionales vinculados, quienes dieron respuesta a las preguntas formuladas para el desarrollo de esta investigación. De la unión de ambos aspectos, se han podido extraer conclusiones adicionales relevantes.

2. Sobre la base de las definiciones encontradas de los diversos autores consultados y los documentos desarrollados por entidades que

ejecutan proyectos bajo este esquema de financiamiento, se elaboró la siguiente definición del término *project finance* en la ejecución de una APP:

Herramienta de financiamiento a ser utilizada por el inversionista-operador privado para hacer frente a las obligaciones derivadas del contrato de asociación público privada, el cual involucra una compleja estructura de contratos ejecutados por una SPE. Estos son necesarios para que el proyecto de inversión genere los flujos de caja futuros y predecibles, y así repagar la deuda, recuperar la inversión y obtener rentabilidad.

3. Los resultados de la sistematización de la experiencia y los conocimientos especializados de los expertos encuestados, en el marco de la presente investigación, muestran que la correcta determinación, la eficiente asignación y una correcta mitigación de los riesgos identificados en el desarrollo de proyectos de inversión en el Perú, que utilizan la herramienta del *project finance*, constituye uno de los pilares más importantes para lograr su éxito y, por tanto, asegurar su «bancabilidad».
4. De la revisión de toda la casuística latinoamericana y la problemática actual del desarrollo de proyectos en el Perú, por las expropiaciones, encontramos una posible solución: la aplicación de un silencio positivo contractual, que genere la facultad en el inversionista-operador de los contratos de APP para gestionar de manera directa las expropiaciones necesarias, luego de transcurrido un plazo determinado. El Estado peruano no ha demostrado ser capaz de cumplir con dichas obligaciones.
5. Cabe resaltar que los especialistas en tributación y contabilidad otorgan una importancia adicional a los convenios de estabilidad jurídica y al régimen especial de recuperación anticipada del IGV, como mecanismos de atracción de inversiones y mejoramiento de garantías a favor del inversionista privado. En cambio, para los demás especialistas encuestados, la asignación eficiente de riesgos es lo más relevante.

6. El *Project finance* no es una herramienta de financiamiento perfecta, también presenta problemas e insuficiencias. Estas hacen que su estructuración se realice con cierto nivel de complejidad. Sin embargo, de la experiencia revisada en los países de América Latina, es claro que atrae inversión y tiende a contribuir con el crecimiento de la economía, a partir del desarrollo de proyectos de inversión de alto riesgo y plazos prolongados.
7. La normativa tributaria en proyectos de inversión desarrollados bajo la modalidad de APP solo regula el desarrollo de los artículos 19° y 22° del Decreto Supremo 059-96-PCM, normas referidas a convenios de estabilidad jurídica y al valor de la transferencia de los bienes al término de la concesión y su depreciación. No se desarrolla la aplicación de los principales impuestos en un proyecto de inversión, tales como: el impuesto a la renta, el IGV, el ISC y el impuesto predial, que tienen un impacto tributario importante en los flujos de un proyecto de inversión.
8. En el Perú, los inversionistas nacionales y extranjeros tienen los mismos derechos y obligaciones, por lo que podrán acceder a los beneficios tributarios establecidos en el país sin discriminación alguna. Asimismo, estarán obligados al pago de impuestos. En tal sentido, los convenios de estabilidad jurídica y el régimen de recuperación anticipada del IGV son beneficios tributarios que pueden ser aplicados a todo proyecto de inversión.
9. La correcta aplicación de las NIIF en la contabilidad de un proyecto de inversión ejecutado bajo la modalidad de APP permite a un inversionista potencial tener confianza en que los resultados financieros y la revelación de información contable, elaborada sobre el proyecto con intervención público privada, seguirá los estándares contables aceptados internacionalmente.
10. Del conjunto de normativas contables aprobadas por el Consejo Normativo de Contabilidad, la CINIIF 12 y la SIC 29 son interpretaciones muy relevantes para las compañías que emprenden proyectos de inversión público privada y suscriban contratos de concesión, pues brinda lineamientos del registro contable a realizar.

11. Una adecuada interpretación de las normativas previamente mencionadas y de otras NIIF de aplicación general a todos los sectores económicos contribuye a la ¿adecuada? presentación de los resultados económicos financieros de proyectos de infraestructura de gran envergadura, tanto en materia de importes de inversión como por representar proyectos que contribuyen con el desarrollo del Perú y brindan al ciudadano una mejor calidad de vida.

12. Las herramientas y/o indicadores financieros del VAN, TIR, ROA, ROE y EVA son elementos básicos para entender el *cash flow* de un proyecto de inversión que utiliza la herramienta del *project finance* para lograr su financiamiento. Todo dinero en el tiempo tendrá determinada valoración, según el nivel o la tasa de descuento que le aplicará cada inversionista, según sus oportunidades, intereses y conveniencia comercial.

Bibliografía

- AFIN (Asociación para el Fomento de la Infraestructura Nacional). (2015). *Edición Especial sobre APP*. Boletín Quincenario AFIN N° 162. Recuperado de http://www.afin.org.pe/images/publicaciones/quincenario/quincenario_afin_162.pdf
- Albújar, A. (2010). *El project finance: una técnica para viabilizar proyectos de infraestructura*. Documento de Trabajo N° 27. Lima, Perú: Universidad ESAN. Recuperado de <https://www.esan.edu.pe/publicaciones/DefAlbujarImprentaDocTrab27.pdf>
- Basel Committee on Banking Supervision. (2005). *Basel II: International convergence of capital measurement and capital standards. A revised framework*. Recuperado de <https://www.bis.org/publ/bcbs118.htm>
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2010). *Encuesta de expectativas macroeconómicas*. Febrero. Lima, Perú: BCRP. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/encuesta-de-expectativas-macroeconomicas.html>
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2011). *Notas de estudios del BCRP*. N° 65. Lima, Perú: BCRP. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Notas-Estudios/2011/Nota-de-Estudios-65-2011.pdf>

- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2017). *Activas: TAMEX*. Lima, Perú: BCRPData, Gerencia Central de Estudios Económicos. Recuperado de <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales/resultados/PN07827NM/html>
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2018). *Glosario*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario/t.html>
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo). (2003). *Evaluación del FOMIN: Respaldo a la participación privada en la infraestructura*. Washington D.C.: BID. Recuperado de <https://publications.iadb.org/handle/11319/5633#sthash.X3YwaCKO.dpuf>
- Bravo, J. (2013). *La norma de incidencia tributaria en el impuesto a la renta aplicable a las actividades empresariales*. En J. Bravo, *Derecho tributario. Reflexiones*. Lima, Perú: Jurista.
- Brealey, R., Cooper, I., & Habib, M. (1997, mayo). 'Project Finance' para financiar inversiones en infraestructuras (parte I). *Harvard Deusto Finanzas & Contabilidad*, 17, 31-37. Recuperado de <https://es.scribd.com/document/270960425/Brealey-Cooper-y-Habib-Project-finance-para-financiar-inversiones-en-infraestructuras-parte-I>
- Brealey, R., Cooper, I., & Habib, M. (1997, julio). 'Project Finance' para financiar inversiones en infraestructuras (parte II). *Harvard Deusto Finanzas & Contabilidad*, 18, 37-44. Recuperado de <https://es.scribd.com/document/289921755/Brealey-Cooper-y-Habib-Project-finance-para-financiar-inversiones-en-infraestructuras-parte-II>
- Brealey, R., Myers, S.C., & Allen, F. (2010). *Principios de finanzas corporativas*. 9ª ed. México D.F., México: McGraw-Hill.
- Casanovas, T. (2016). *Project finance internacional*. Barcelona, España: Profit.
- Chávez, M. (2004). El project finance y sus aspectos tributarios. *Derecho & Sociedad*, 23, 352-358. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/16791/17104>
- Consejo Normativo de Contabilidad. (2008). *Interpretación CINIIF 12. Acuerdos de concesión de servicios*. Recuperado de https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta_publ/con_nor_co/vigentes/ciniif/12_CINIIF.pdf
- Consejo Normativo de Contabilidad. (2015). *Resolución N° 059-2015-EF/30*. Recuperado de <https://www.mef.gob.pe/es/normatividad-sp-2134/por-instrumentos/resoluciones-cnc/13031-cnc060-2016ef30/file>

- Consejo Normativo de Contabilidad. (2016). *Resolución N° 062-2016-EF/30*. Recuperado de <https://www.mef.gob.pe/es/normatividad-sp-2134/por-instrumentos/resoluciones-cnc/14412-05-rdn-006-2012-pip-transporte-estudios-en-paquete-mod-anexo-snip-09-10-y-16-2-2-final-1111/file>
- El País*. (2015, 10 de agosto). Plantean expropiación a privados para vivienda. Recuperado de <https://www.elpais.com.uy/informacion/plantean-expropiacion-privados-vivienda.html>
- El Peruano*. (2013, 21 de junio). *Decreto Supremo N° 133-2013-EF que aprueba el Texto único ordenado del Código Tributario*. Normas Legales. Recuperado de https://www.mef.gob.pe/contenidos/tribu_fisc/normativa/TUO_13.pdf
- Ernst & Young (EY) Perú. (2016). Capítulo 5: Impuestos. En *Guía de negocios e inversión en el Perú 2014/2015*. Lima, Perú: EY Perú. Recuperado de [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Peru-guia-de-negocios-e-inversion-14-15/\\$FILE/Guia-de-Negocios-e-Inversion-en-el-Peru-2014-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Peru-guia-de-negocios-e-inversion-14-15/$FILE/Guia-de-Negocios-e-Inversion-en-el-Peru-2014-2015.pdf)
- Estudio Olaechea. (2012). Capítulo 8: Consideraciones tributarias. En *Guía legal para negocios en el Perú*. Lima, Perú: Estudio Olaechea. Recuperado de <https://edoc.site/guia-legal-para-negocios-en-el-peru-pdf-free.html>
- Finnerty, J. D. (2013). *Project financing: Asset-based financial engineering*. 3ª. ed. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Freeman, E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. New York, NY: Pitman Publishing. Recuperado de https://books.google.com.pe/books?id=NpmA_qEiOpkC&printsec=frontcover&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false
- Freeman, E. & Reed, D. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106. Recuperado de https://www.researchgate.net/profile/R_Freeman/publication/238325277_Stockholders_and_Stakeholders_A_New_Perspective_on_Corporate_Governance/links/5893a4b2a6fdcc45530c2ee7/Stockholders-and-Stakeholders-A-New-Perspective-on-Corporate-Governance.pdf
- García Vega, L. (2008). El project finance: una visión práctica. *Anales*, 5(86). ICAI, España.
- Gatti, S. (2013). *Project finance in theory and practice: Designing, structuring, and financing private and public projects*. 2ª. ed. New York, NY: Academic Press.

- Gestión*. (2009, 16 de octubre). Perú es el segundo mejor país de la región para las inversiones. Recuperado de <https://archivo.gestion.pe/noticia/355333/peru-segundo-mejor-pais-region-inversiones>
- Gestión*. (2016, 13 de setiembre). MTC: en adelante, queremos “tercerizar” la liberación de predios. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/mtc-adelante-queremos-tercerizar-liberacion-predios-115196>
- Gestión*. (2017, 25 de febrero). Graña y Montero podría enfrentar demandas de accionistas en Estados Unidos. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/empresas/grana-montero-enfrentar-demandas-accionistas-estados-unidos-129475>
- Gomero, N. A. (2007). Análisis económico de los impuestos: Impacto en la rentabilidad de las inversiones, *Quipukamayoc*, 14(27), 79-87. Recuperado de <http://revistasinvestigacion.unmsm.edu.pe/index.php/quipu/article/view/5384>
- Gómez, D. & Jurado, J. A. (2001). *Financiación global de proyectos: Project Finance*. Madrid, España: ESIC. Recuperado de https://books.google.com.pe/books?id=Dg_THffO0YgC&printsec=frontcover&hl=es&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false
- Greiman, V. A. (2013). *Megaproject management: Lessons on risk and project management from the big dig*. New York, NY: John Wiley & Sons, International Project Finance Association (IPFA). Recuperado de <https://www.wiley.com/en-us/Megaproject+Management%3A+Lessons+on+Risk+and+Project+Management+from+the+Big+Dig-p-9781118115473>
- Hoffman, S. L. (2007). *The law and business of international project finance: A resource for governments, sponsors, lawyers, and project participants*. 3ª. ed. Richwood, OH: Evans, Evans & Hoffman LLP.
- IADB (Inter-American Development Bank). (2003). *Evaluation of MIF projects: Support of private participation in infrastructure*. Washington D.C.: IADB. Recuperado de <https://publications.iadb.org/handle/11319/5633>
- IADB (Inter-American Development Bank). (2017). *Evaluating the environment for public-private partnerships in Latin America and the Caribbean. The 2017 infrascopes*. Washington D.C.: IADB-The Economist Intelligence Unit. Recuperado de <http://docplayer.net/54725661-Evaluating-the-environment-for-public-private-partnerships-in-latin-america-and-the-caribbean.html>

- IAT (Instituto Aduanero y Tributario). (2016). *Esquema modificado*. Separata Rentas de Personas Naturales. Recuperado de <http://www.sunat.gob.pe/institucional/iata/index.html>
- IESE Business School. (2009). *La evolución del concepto stakeholders en los escritos de Ed Freeman*. Newsletter N° 5. Otro punto de vista. Recuperado de http://www.iese.edu/es/files/La%20evaluaci%C3%B3n%20del%20concepto%20de%20stakeholders%20seg%C3%BAn%20Freeman_tcm5-39688.pdf
- IFRS (International Financial Reporting Standard). (2017). *Who uses IFRS Standards?* Recuperado de <http://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/#profiles>
- Informativo Caballero Bustamante. (2011). *Novedades web: Interpretación de los ratios de liquidez y rentabilidad de la empresa*. Recuperado de <http://studylib.es/doc/4450582/interpretaci%C3%B3n-de-los-ratios-de-liquidez-y-rentabilidad-d...>
- Informativo Caballero Bustamante. (2014). *Reforma tributaria Ley N° 30296. Especial*. Lima, Perú: Caballero Bustamante-Thomson Reuters. Recuperado de https://www.academia.edu/15062484/INFORMATIVO_CABALLERO_BUSTAMANTE_SUPLEMENTO_ESPECIAL_Tributo_UIT_aplicable_Impuesto
- Kikuchi, K. D. (2015). *Project financing (FIN 4370). An essential tool for international development*. Recuperado de <http://www.iuj.ac.jp/gsim-f/im-info/syllabus/2015F/FIN4370Kikuchi.pdf>
- KPMG Perú. (2016). Capítulo 5: Sistema tributario peruano. En *Inversiones en Perú* (pp. 26-29). Lima, Perú: Caipo y Asociados S. Civil de R. L. y KPMG Asesores S. Civil de R. L. Recuperado de <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pe/pdf/Inversiones-en-Peru-2016-ES.pdf>
- Lau-Tám, A. (2010). *Project Finance: Reflexiones en torno al caso peruano*. Lima, Perú: Facultad de Derecho de la USMP. Recuperado de <https://www.yumpu.com/es/document/view/37002226/project-finance-reflexiones-en-torno-al-caso-peruano-facultad-de->
- Ley 27037. (1998). *Ley de promoción de la inversión en la Amazonía*. Congreso de la República del Perú. Recuperado de [http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/50F7B9D7355E566A05257A1C00701E8E/\\$FILE/1.Ley_27037_Ley_de_Promoci%C3%B3n_de_la_Inversi%C3%B3n_en_la_Amazon%C3%ADA.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/50F7B9D7355E566A05257A1C00701E8E/$FILE/1.Ley_27037_Ley_de_Promoci%C3%B3n_de_la_Inversi%C3%B3n_en_la_Amazon%C3%ADA.pdf)

- Ley 27342. (2000). *Ley que regula los convenios de estabilidad jurídica al amparo de los decretos legislativos N° 662 y 757*. Congreso de la República del Perú. Recuperado de https://www.proinversion.gob.pe/RepositorioAPS/0/0/arc/ML_GRAL_INVERSION_LEY_27342/20-LEY_N_27342.pdf
- MEF (Ministerio de Economía y Finanzas). (1998). *Resolución N° 013-98-EF/93.01 del Consejo Normativo de Contabilidad*. Recuperado de https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta_public/conse_norm/resolucion/CNC013_1998_EF9301.pdf
- MEF (Ministerio de Economía y Finanzas). (2007). *Pautas metodológicas para la incorporación del análisis del riesgo de desastres en los proyectos de inversión pública*. Lima, Perú: Dirección General de Programación Multianual-MEF. Recuperado de https://www.mef.gob.pe/contenidos/inv_publica/docs/instrumentos_metod/PautasRiesgos.pdf
- MEF (Ministerio de Economía y Finanzas). (2015). *Decreto Legislativo N° 1224 del Marco de promoción de la inversión privada mediante asociaciones público privadas y proyectos en activos*. Lima, Perú: MEF. Recuperado de https://www.mef.gob.pe/contenidos/inv_privada/normas/app/DL1224_2015EF.pdf
- Molina, H. & Del Carpio, J. (2004). Financiamiento de inversiones mediante el "Project Finance". *Revista de la Facultad de Ingeniería Industrial de la Universidad San Marcos*, 7(2), 76-82. Recuperado de http://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtualdata/publicaciones/indata/Vol7_n2/Pdf/a12.pdf
- MTC (Ministerio de Transportes y Comunicaciones). (2012). *Contrato de concesión para la asignación de los canales 15 al 20 de las bandas 10.15-10.30 Ghz y 10.50-10.65 Ghz en la provincia de Lima y la Provincia Constitucional del Callao y concesión para la provisión de servicios públicos de telecomunicaciones*.
- MTC (Ministerio de Transportes y Comunicaciones). (2013). *Contrato de concesión. Concurso de proyectos integrales para la entrega en concesión del proyecto "Línea 2 y ramal Av. Faucett-Av. Gambetta de la red básica del metro de Lima y Callao"*. Lima, Perú: MTC y Proinversión. Recuperado de https://www.proyectosapp.pe/RepositorioAPS/0/2/JER/LINEA2_TREN/MOD_VF_CONTRATO_30_10_2013.pdf
- MTC (Ministerio de Transportes y Comunicaciones). (2017). *Red Vial N° 6: Pte. Pucusana-Ica*. Recuperado de https://www.mtc.gob.pe/portal/home/concesiones/conces_redvial6.htm
- Municipalidad Metropolitana de Lima (MML). (2012). *Contrato de concesión del proyecto Vías Nuevas de Lima*. Lima, Perú: MML-Rutas de Lima. Recuperado de http://rutasdelima.pe/pdf/contrato_concesion.pdf

- Municipalidad Metropolitana de Lima (MML). (2014). *Adenda de bancabilidad N° 1 del contrato de concesión*. Lima, Perú: MML-Rutas de Lima. Recuperado de http://rutasdelima.pe/pdf/Adenda_de_Bancabilidad_firmada.pdf
- Nalvarte, P. A. (2011). Registro de las inversiones realizadas por las empresas concesionarias de infraestructura y de servicios públicos. *Derecho & Sociedad*, 36, 86-92. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/13216/13827>
- Nalvarte, P. A. (2013). Aspectos contables y tributarios de las APP cofinanciadas. *Revista de Actualidad Mercantil*, 2, 42-51. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/actualidadmercantil/article/view/12898/13479>
- Nevitt, P. K. & Fabozzi, F. J. (2000). *Project financing*. 7ª. ed. Londres, Reino Unido: Euromoney Books.
- Núñez, F. & Sanguinetti, D. (2007). Algunas consideraciones tributarias en torno a las concesiones cofinanciadas. Implicancias en el impuesto a la renta y el impuesto general a las ventas. *Ius et Veritas*, 34, 235-242. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12321/12887>
- Osinergmín (Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería). (2013). *Contrato APP suscrito con la Sociedad Operadora Transportadora de Gas Natural Comprimido Andino S.A.C. (TGNCA)*. Lima, Perú: Ministerio de Energía y Minas. Recuperado de <http://gasnatural.osinerg.gob.pe/contenidos/uploads/GFGN/Proyecto-TGNCA-10-14.pdf>
- Ositrán (Organismo Supervisor de la Inversión en Infraestructura de Transporte de Uso Público). (2015a). *Panamericana Sur: Ica-frontera con Chile. Contrato de concesión del Tramo Vial Desvío Quilca-Desvío Arequipa (Repartición)-Desvío Matarani-Desvío Moquegua-Desvío Ilo-Tacna-La Concordia*. Lima, Perú: Proinversión. Recuperado de <http://docplayer.es/70081654-Republica-del-peru-agencia-de-promocion-de-la-inversion-privada.html>
- Ositrán (Organismo Supervisor de la Inversión en Infraestructura de Transporte de Uso Público). (2015b). *Resolución de Consejo Directivo N° 063-2015-CD-OSITRAN. Reglamento para el pago de la retribución al estado por concesiones de infraestructura de transporte de uso público y su supervisión*. Lima, Perú: Ositrán. Recuperado de https://www.ositrان.gob.pe/images/NORMAS/R02_-_RESOLUCION_DE_CONSEJO_DIRECTIVO_N_063-2015-OS-CD-_RGTO_RETRIBUCION.pdf

- Ositrán (Organismo Supervisor de la Inversión en Infraestructura de Transporte de Uso Público). (2017). *Red Vial N° 6: Puente Pucusana-Cerro Azul-Ica*. Recuperado de <https://www.ositran.gob.pe/carreteras/149-red-vial-6-puente-pucusana-cerro-azul-ica.html>
- Pacherres Racuay, A. & Castillo Guzmán, J. (2016). *Manual tributario 2016*. Lima, Perú: Caballero Bustamante-Thomson Reuters. Recuperado de <https://es.scribd.com/document/330281258/16-Manual-Tributario-2016-caballero-bustamante-pdf>
- Perú 21. (2012, 23 de octubre). Estiman caída de inversiones este año. Recuperado de <https://peru21.pe/economia/estiman-caida-inversiones-ano-51492>
- Phillips, R. (2008). *Matrix of risks distribution-roads*. Washington D.C.: Banco Mundial-PPPIRC. Recuperado de http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/sites/ppp.worldbank.org/files/documents/roadriskmatrix_1.pdf
- PPIAF (Public-Private Infrastructure Advisory Facility). (2009). *Toolkit for public-private partnerships in roads and highways*. Washington D.C.: World Bank Group. Recuperado de <https://www.ppiaf.org/sites/ppiaf.org/files/documents/toolkits/highwaystoolkit/index.html>
- Proesa (Organismo Promotor de Exportaciones e Inversiones de El Salvador). (2017a). *Ley especial de socios públicos privados*. Recuperado de <https://drive.google.com/file/d/0B48E7Nehox7PQUtnN21iVTVxVTg/view>
- Proesa (Organismo Promotor de Exportaciones e Inversiones de El Salvador). (2017b). *Nuestros proyectos*. Recuperado de <http://dapp.gob.sv/Proyectos#>
- Proinversión (Agencia de Promoción de la Inversión Privada del Perú). (2010). *Memoria anual 2010*. Recuperado de <https://www.proinversion.gob.pe/RepositorioAPS/0/1/JER/MEMORIA/MEMORIA%20ANUAL%20PROINVERSION%202010%20Quemada%20en%20CD.pdf>
- Proinversión (Agencia de Promoción de la Inversión Privada del Perú). (2014). *Perú rumbo al futuro: conoce los 13 proyectos que cambiarán el futuro del Perú*. Recuperado de http://www.proinversion.gob.pe/RepositorioAPS/0/1/JER/SALA_PRENSA_INFOGRAFIAS/infografias/INFOGRAFIA_13_PROYECTOS_Nov2014.pdf
- Proinversión (Agencia de Promoción de la Inversión Privada del Perú). (2015). *Convenios de Estabilidad Jurídica*. Recuperado de <http://www.investinperu.pe/modulos/JER/PlantillaStandard.aspx?are=0&prf=0&jer=5844&sec=1>

- Proinversión (Agencia de Promoción de la Inversión Privada del Perú). (2016). Dirección de Servicios al Inversionista. Recuperado de <http://www.investinperu.pe/default.aspx?sec=1>
- Proinversión (Agencia de Promoción de la Inversión Privada del Perú). (2017). *Las APP en el Perú*. Recuperado de <http://www.proyectosapp.pe/modulos/JER/PlantillaStandard.aspx?ARE=0&PFL=2&JER=5902&SEC=22>
- Quijada, V. H. (2010). *Manual práctico para el inversionista en el Perú. Sistema tributario peruano*. Lima, Perú: USMP. Recuperado de http://www.derecho.usmp.edu.pe/itaest2010/Articulos_estudiantiles/09-2010_Manual_practico_inversionista_peru.pdf
- Revatta, Á. (2010). *Los caminos del fideicomiso*. Lima, Perú: Fundación Cultural del Banco de la Nación.
- Rosselló, R. & Ronceros, M. (2004). El financiamiento de las concesiones: problemas y retos. *Revista Peruana de Derecho de la Empresa*, 18(57), 18-29. Recuperado de <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:4fw10xaJD7IJ:www.teleley.com/revistaperuana/1rosello-ronceros57.pdf+&cd=1&hl=es-419&ct=clnk&gl=pe>
- SBS (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP). (2010). *Reporte N° 6-A y 6-B*. Subgerencia de Operaciones de Política Monetaria del Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias de la SBS.
- Secretaría de Finanzas. (2011). *Acuerdo Ejecutivo 02073-2010. Reglamento general de la ley de promoción de la alianza público-privada*. Recuperado de <http://coalianza.gob.hn/images/leyes-y-reglamentos/4-reglamento-general-de-la-ley-de-promocion-de-la-alianza-publico-privada.pdf>
- S&P Global Ratings. (2017). *¿Puede acelerar el programa de concesión de autopistas 4G de Colombia?* Recuperado de https://www.spratings.com/documents/20184/1491340/CO_IFR_Mayo19_2017_Puede%20acelerar%20el%20programa%20de%20concesion%20de%20autopistas%204G%20de%20Colombia/d1519625-c8a0-455f-8011-7122d4c3f3ca
- Standard & Poor's Corporation. (2003). Project finance summary debt rating criteria. En Rigby, P. & Penrose, J. *2003-2004 Project & infrastructure finance review: Criteria and commentary*. New York, NY: Standard & Poor's Ratings Services-McGraw-Hill Financial. Recuperado de https://www.spratings.com/documents/20184/86990/SPRS_Project%2BFinance%2BRatings%2BCriteria%2BReference%2BGuide_FINAL/cdfde690-57d1-4ff4-a87f-986527603c22

- Sunat (Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria). (2008). *Informe N.º 153-2008-SUNAT/2B0000*. Recuperado de <http://www.sunat.gob.pe/legislacion/oficios/2008/oficios/i1532008.htm>
- Sunat (Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria). (2015). *Informe N.º 0149-2015-SUNAT/5D0000*. Recuperado de <http://www.sunat.gob.pe/legislacion/oficios/2015/informe-oficios/i149-2015.pdf>
- Sunat (Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria). (2016). *Concepto del impuesto selectivo al consumo*. Recuperado de <http://orientacion.sunat.gob.pe/index.php/empresas-menu/impuesto-general-a-las-ventas-y-selectivo-al-consumo/impuesto-selectivo-al-consumo-empresas>
- Tuesta, A. & Polo, R. (2014). Apuntes en torno al régimen fiscal de las concesiones de obras públicas de infraestructura y de servicios públicos. *Derecho & Sociedad*, 43, 37-44. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/viewFile/12555/13113>
- Vasallo, J. M. & Baeza, M. A. (2010). *Asignación del riesgo de demanda en concesiones de infraestructuras de transporte*. En *Anuario de la Movilidad 2009* (pp. 63-72). Recuperado de http://oa.upm.es/8780/2/INVE_MEM_2010_86784.pdf
- Villanueva, W. (2009). *Estudio del impuesto al valor agregado en el Perú: análisis, doctrina y jurisprudencia*. Lima, Perú: ESAN y Tax. Recuperado de <https://www.esan.edu.pe/publicaciones/publicaciones/2009/estudio-del-impuesto-al-valor-agregado-en-el-peru:-analisis-doctrina-y-jurisprudencia/2009/contenido.pdf>
- World Bank Group. (2017). *PPP reference guide*. Washington D.C.: PPP in Infrastructure Resource Center for Contracts, Laws and Regulations (PPPIRC). Recuperado de <https://pppknowledgelab.org/guide/sections/1-introduction>
- Yescombe, E. R. (2013). *Principles of project finance*. 2ª. ed. New York, NY: Academic Press.

Anexos

- 1. Número de proyectos de APP y monto de inversiones en países de Latinoamérica**
- 2. Evolución de la inversión privada en el Perú entre 1992 y 2016 (en millones de dólares)**
- 3. Montos de inversión de los proyectos adjudicados bajo la modalidad de APP en diferentes sectores económicos del Perú entre el 2011 y 2016**
- 4. Comparado de los convenios de estabilidad jurídica (CEJ) suscritos con inversionistas (en dólares)**

Anexo 1

Número de proyectos de APP y monto de inversiones en países de Latinoamérica



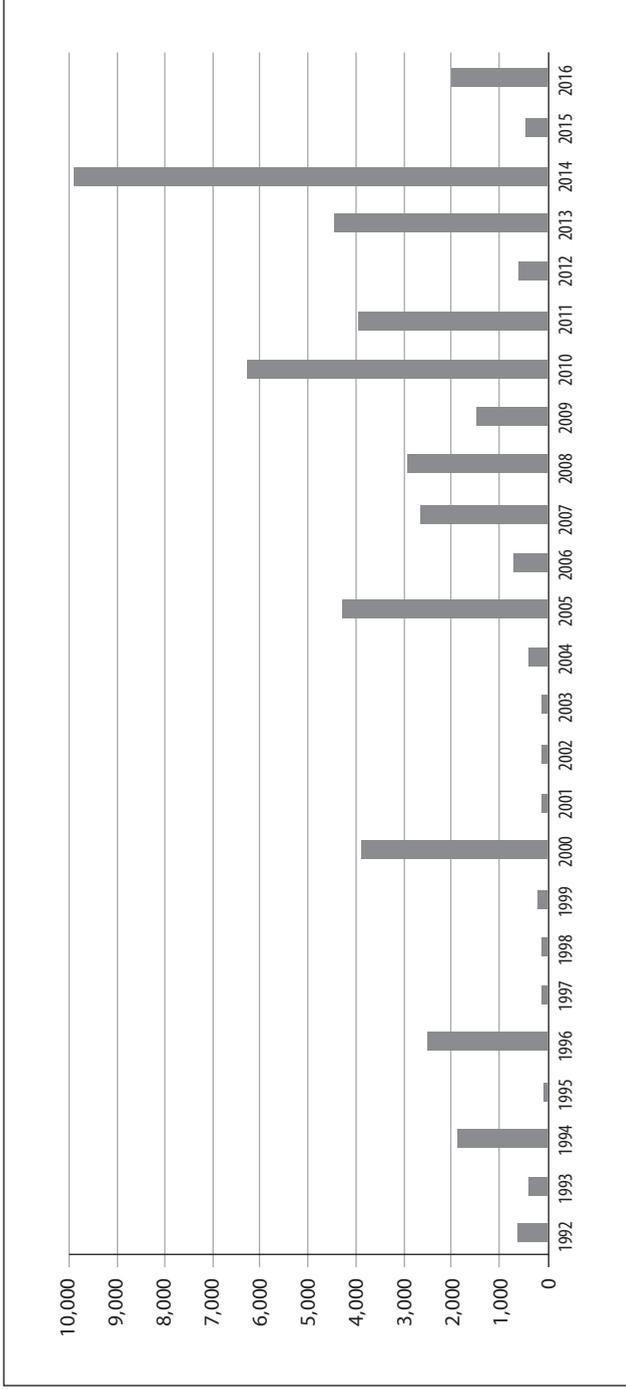
Fuente: IADB, 2017, p. 7-9, 18-33.

Elaboración propia.

Nota. Muchos países de la región de América Latina están adoptando nuevos marcos legales para la aplicación de APP, pero aún deben ser probados en algún proyecto concreto. Así tenemos el caso de Nicaragua, Argentina y Costa Rica que han realizado esfuerzos para impulsar la participación del sector privado en proyectos de infraestructura con la implementación de nuevas leyes de APP.

Anexo 2

**Evolución de la inversión privada en el Perú entre 1992 y 2016
(en millones de dólares)**



Fuente: Proinversión, 2016.
Elaboración propia.

Anexo 3

Montos de inversión de los proyectos adjudicados bajo la modalidad de APP en diferentes sectores económicos del Perú entre el 2011 y 2016

Proyectos adjudicados	Suma de inversión estimada (en millones de dólares)
Línea 2 y Ramal Av. Faucett-Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao	5,075.00
Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gaseoducto Sur Peruano	3,643.00
Concesiones Únicas para la Prestación de Servicios Públicos de Telecomunicaciones y Asignación de Tres Bloques de la Banda 698-806 MHz a Nivel Nacional	1,680.00
Concesión Única para la Prestación de Servicios Públicos de Telecomunicaciones y Asignación de las Bandas 1710-1770 MHz y 2110-2170 MHz a Nivel Nacional	1,018.40
Nodo Energético en el Sur del Perú	700.00
Energía de Centrales Hidroeléctricas (C.H. Molloco)	600.00
Proyecto Chavimochic-Tercera Etapa	573.70
Longitudinal de la Sierra Tramo 2: Ciudad de Dios-Cajamarca-Chipe, Cajamarca-Trujillo y División Chilete-Empalme PE-3N	552.00
Aeropuerto Internacional Chinchero de Cusco	537.00
Línea de Transmisión 220 Kv Moyobamba-Iquitos y Subestaciones Asociadas	499.20
Bandas 899-915 MHz y 944-960 MHz en la provincia de Lima y la Provincia Constitucional del Callao y las Bandas 902-915 MHz y 947-960 MHz en el resto del país	343.40
Línea de Transmisión 500 Kv Mantaro-Marcona-Socabaya-Montalvo y Subestaciones Asociadas	278.40
Red Dorsal Nacional de Fibra Óptica: Cobertura Universal Norte, Cobertura Universal Sur y Cobertura Universal Centro	275.90
Masificación del Uso de Gas Natural a Nivel Nacional	205.00



Proyectos adjudicados	Suma de inversión estimada (en millones de dólares)
Panamericana Sur: Ica-Frontera con Chile (Tramo División Quilca-División Arequipa, División Matarani-División Moquegua, División Ilo-Tacna-La Concordia)	166.00
Terminal Portuario General San Martín	128.80
Línea de Transmisión Machupicchu-Quencoro-Onocora-Tintaya y Subestaciones Asociadas	114.30
Línea de Transmisión Carhuaquero-Cajamarca Norte-Cálic-Moyobamba en 220 Kv	106.90
Provisión de Servicios de Saneamiento para los Distritos del Sur de Lima	100.00
Suministro de Energía para Iquitos	100.00
Reserva Fría de Generación: Plantas Pucallpa y Puerto Maldonado	55.00
Primera Etapa de la Subestación Carapongo y Enlaces de Conexión a Líneas Asociadas	42.70
Línea de Transmisión 200 Kv Friaspata-Mollepata y Subestación Orcotuna 220/60 Kv	38.80
Línea de Transmisión 220 Kv Azángaro-Juliaca-Puno	36.80
Línea de Transmisión 220 Kv La Planicie-Industriales y Subestaciones Asociadas	35.40
Línea de Transmisión 220 Kv Montalvo-Los Héroes y Subestaciones Asociadas	20.20
Telecabinas de Kuélap	17.90
Prestación de Servicios de Seguridad Tecnológica en las Prisiones	4.10
Banda 10.15-10.30 GHz y 10.50-10.65 GHz en la provincia de Lima y Provincia Constitucional del Callao	1.00
Chaco La Puntilla Lote E	0.20
Total general	16,949.10

Fuente: Proinversión, 2017, párr. 5.

Elaboración propia.

Anexo 4

Comparado de los convenios de estabilidad jurídica (CEJ) suscritos con inversionistas (en dólares)

Año	Perú	España	Islas Vírgenes	Chile	Países Bajos	Estados Unidos	Otros
1993	4,800,000		5,600,000	12,572,527	1,400,000	9,067,000	38,595,000
1994	2,053,892,892	2,061,218,905	12,800,000	106,830,523	212,120,000	296,641,981	125,272,251
1995	653,389,920	127,437,611	34,745,400	54,446,696	16,000,000	40,142,000	281,086,655
1996	264,738,431	105,784,000		137,442,417	278,459,800	372,574,937	637,665,775
1997	31,759,779	34,750,000	46,185,782	16,079,181	29,615,385	46,153,984	248,808,199
1998	204,246,133		123,804,245	90,633,311	38,883,000	72,100,000	301,044,004
1999	301,956,634	34,965,412	15,376,000	5,000,000	2,000,000	208,601,938	893,032,073
2000	55,950,029		38,399,940	1,000,000	492,596,764	55,006,200	281,649,314
2001	227,101,000	100,000,000	10,000,000	156,673,800		37,410,096	416,987,150
2002							41,800,000
2003	12,301,719		10,000,000				409,290,000
2004	7,000,000	5,500,000	20,830,000			129,482,961	42,000,000
2005					5,000,000		56,350,000
2006	10,973,067			43,000,000		10,228,000	1,084,475,221
2007	5,000,000	226,242,953	404,525,955				146,683,827
2008	85,000,000	494,283,896		548,800,000			392,000,000
2009	28,825,000	225,000,000		21,350,107			520,958,776
2010	255,687,654			5,390,000			270,832,414
2011	32,618,647	55,054,325		62,506,968	217,255,203	10,000,000	1,075,896,804
2012	277,553,413	202,630,356		15,237,454			332,656,801
2013	70,000,000	21,221,478		33,875,000			547,825,230
2014	228,534,346	151,055,000	109,837,444	10,000,000		18,599,880	620,158,501
2015	694,790,261	48,764,996		712,239,050			273,641,952

Fuente: Proinversión, 2015.

Sobre los autores

Ana REÁTEGUI VELA

areategui@esan.edu.pe

Ph.D. en Ciencias de la Administración por la Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas (Esade), Universidad Ramon Llull, de Barcelona, España; magíster en Administración (MBA) por la Universidad ESAN; estudios de posgrado en Comercio Internacional en la Universidad Val de Marne, París; economista por la Universidad de Lima. Es directora de Programas de Desarrollo Gerencial (PDG) y profesora de Economía y Finanzas de la ESAN Graduate School of Business, también consultora internacional en promoción de inversiones (Honduras, El Salvador, República Dominicana, Colombia, México). Ha sido especialista en Finanzas en el Fondo MiVivienda, directora de Proyectos y gerente de Promoción de Proinversión y presidenta del directorio de Electro Oriente.

Isabel CARRANZA LIZA

isabel.carranza@pucp.pe

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN. Ha seguido también la Especialización en Finanzas y Derecho Europeo en la Universidad Carlos III de Madrid y Especialización en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en la Universidad ESAN; contadora pública de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Cuenta con amplia experiencia en el área contable de empresas de los sectores energético, petrolero, minero y pesquero. También ha sido colaboradora docente en los cursos de Dirección Financiera y de Finanzas tanto en las Facultades de Ciencias Contables como de Gestión y Alta Dirección de la PUCP.

Jean Pierre GALVÁN ORTIZ

jgalvan@outlook.com

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo con especialización en Contabilidad, Banca y Estructuración Financiera por la Universidad ESAN y profesional en Derecho por la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC). Experto en Derecho Corporativo y de Inversiones, consultor externo de diversas entidades públicas. Cuenta con experiencia nacional e internacional en el diseño legal, el desarrollo y la ejecución de contratos de asociaciones público privadas, proyectos en activos, estructuración y ejecución de fideicomisos.

Gustin GUTIÉRREZ ZEVALLOS

gustingutierrez@gmail.com

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo con Mención en Tributación Empresarial por la Universidad ESAN. Ha seguido también la Especialización en Finanzas y Derecho Europeo en la Universidad Carlos III de Madrid y Especialización en Derecho Tributario y Aduanero en la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (Sunat). Es miembro de la Sociedad de Honor Beta Gamma Sigma y abogada especialista en derecho corporativo por la Universidad de San Martín de Porres (USMP). Cuenta con experiencia en procedimientos contenciosos y no contenciosos tributarios. Actualmente, se desempeña como abogada en la Gerencia de Reclamaciones de la Intendencia de Principales Contribuyentes de la Sunat.