

ASOCIACIONES PÚBLICO PRIVADAS: IMPLEMENTANDO SOLUCIONES EN LATINOAMÉRICA Y EL CARIBE



MÓDULO I

INTRODUCCIÓN A LAS ASOCIACIONES PÚBLICO PRIVADAS

UNIDAD 3: FINANCIAMIENTO DE LAS APP

**Asociaciones Público Privadas:
Implementando soluciones en Latinoamérica y el Caribe**

Gerente del Sector de Conocimiento y Aprendizaje:
Federico Basañes

Jefe del Instituto Interamericano para el Desarrollo Económico y Social - INDES:
Juan Cristóbal Bonnefoy

Coordinadores Generales del Programa:
José E. Yitani
Lorena Rodríguez Bu

Documento original:
Public Private Partnerships Reference Guide Version 2.0 (IDB-WB-ADB)

Adaptación y edición para el programa:
Andrea Dusso
Robert Pilkington
José Yitani
Lorena Rodríguez
Ana Haro

Con aportaciones y revisión de:
Gerardo Reyes-Tagle Daniela Carrera
Rocío Medina Ignacio Astorga
Reinaldo Fioravanti David Bloomgarden

Corrección de estilo y maquetación:
Manthra Comunicación integral

Copyright©2015 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando crédito al BID. No se permiten obras derivadas.

Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la CNUDMI (UNCITRAL). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia CC-IGO y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condicionales adicionales de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.



ÍNDICE

Objetivo del módulo	4
Objetivos de aprendizaje	4
3. Cómo se financian las APP.....	5
3.1 Estructuras financieras para APP.....	5
3.2 Consideraciones para el Gobierno	10
3.3 El papel de las finanzas públicas en las APP.....	16
Ideas principales	24
Bibliografía sugerida	25
Anexos 1. Lecturas complementarias	26



OBJETIVO DEL MÓDULO

Establecer un marco conceptual de las APP en cuanto a su definición, tipos, utilización y financiamiento, analizando los desafíos que enfrentan los actores públicos y privados en la implementación de una APP y las soluciones que tienen a su disposición para alcanzar objetivos comunes.

OBJETIVOS DE APRENDIZAJE

- Conocer diferentes estructuras y tipos de financiamiento de las APP.
- Identificar los elementos o condiciones que el sector público debe garantizar para el buen desempeño financiero de las APP.
- Identificar situaciones que justifican el financiamiento público de una APP y los instrumentos adecuados para hacerlo.

3. CÓMO SE FINANCIAN LAS APP

Transferir la responsabilidad y riesgo al sector privado para movilizar fondos de inversión en proyectos de gran envergadura, como los de infraestructura, es una de las principales diferencias entre las APP y las contrataciones convencionales. Cuando este es el caso, la parte privada de la APP es, en consecuencia, responsable de identificar a los inversionistas y de desarrollar la estructura financiera del proyecto. Sin embargo, para permitir que el sector privado optimice esta estructura financiera y asegurar la estabilidad de largo plazo del contrato, también es importante para el sector público entender las características de estas estructuras financieras privadas y las posibles implicaciones para el Gobierno.

3.1 ESTRUCTURAS FINANCIERAS PARA APP

La estructura financiera de una APP busca minimizar el costo de financiamiento del proyecto y asegurar que sea financiable (*bankable*)¹, cumpliendo con las obligaciones del contrato. Esta estructuración combina opciones de financiamiento de accionistas (capital) y prestamistas (deuda). Las fuentes de este financiamiento incluyen tanto proveedores públicos como privados.

La parte privada de la mayoría de los contratos de APP es una compañía específica del proyecto, conformada para ese fin, y que, dependiendo de la región o país, es comúnmente denominada *Sociedad de Propósito Específico*, conocida, por sus siglas en inglés, como SPV (*Special Purpose Vehicle*)².

1 Dicho de una forma muy simple, un proyecto de APP se considera financiable si los prestamistas están dispuestos a financiarlo.

2 SPV es la entidad legal creada por los accionistas de capital con la cual el Gobierno firma el contrato para la ejecución del proyecto. La SPV asume las responsabilidades del contrato, organizando el financiamiento normalmente bajo la modalidad de Project Finance. La SPV celebra contratos para el suministro de las obras y operaciones necesarias para cumplir con los requisitos del contrato de APP, muchas veces con las mismas empresas que constituyen sus accionistas.

La SPV recauda comúnmente fondos a través del mecanismo de *Project Finance*³, una combinación de capital —proporcionado por los accionistas de la compañía del proyecto— y deuda, proporcionada por los bancos o a través de bonos u otros instrumentos financieros⁴. La estructura financiera es la combinación de capital y deuda, y las relaciones contractuales entre los accionistas y los prestamistas.



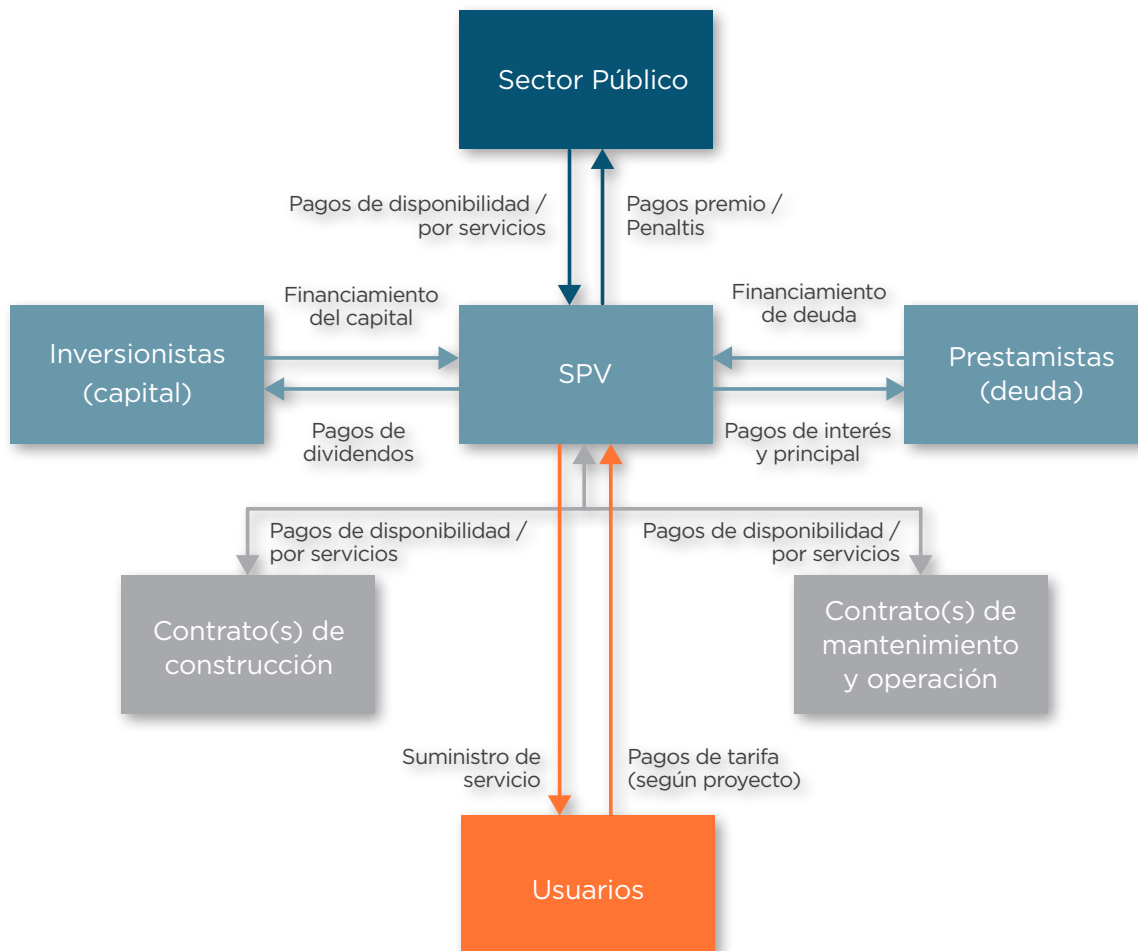
3 El *Project Finance* es un mecanismo de financiamiento para proyectos en los cuales los acreedores tienen como principal o única fuente de pago el flujo de caja futuro que generará dicho proyecto. Este tipo de contrato no puede utilizarse en cualquier proyecto: es necesario que se trate de un sector regulado o de un proyecto que cuente con un amplio mercado o con compradores comprometidos bajo contratos de largo plazo. El operador privado puede también aceptar financiar una parte de la inversión de capitales para el proyecto y decidir financiarlo a través del *Corporate Finance*, o financiamiento corporativo —que implicaría conseguir fondos teniendo en cuenta el balance del operador privado más que el proyecto en sí mismo—. Este es típicamente el mecanismo usado en proyectos donde el coste del financiamiento no es lo bastante significativo como para utilizar un mecanismo de *Project Finance* o el operador es tan grande que elige financiar el proyecto con su propio balance.

4 Programa de impulso de Asociaciones Público privadas en Estados Mexicanos. Disponible en: <http://www.piappem.org/file.php?id=248>.

El gráfico que se presenta a continuación muestra una típica estructura financiera y de contratos así como los flujos entre las partes para un proyecto de APP y el modelo de contratación pública tradicional.

Gráfico1. ▼

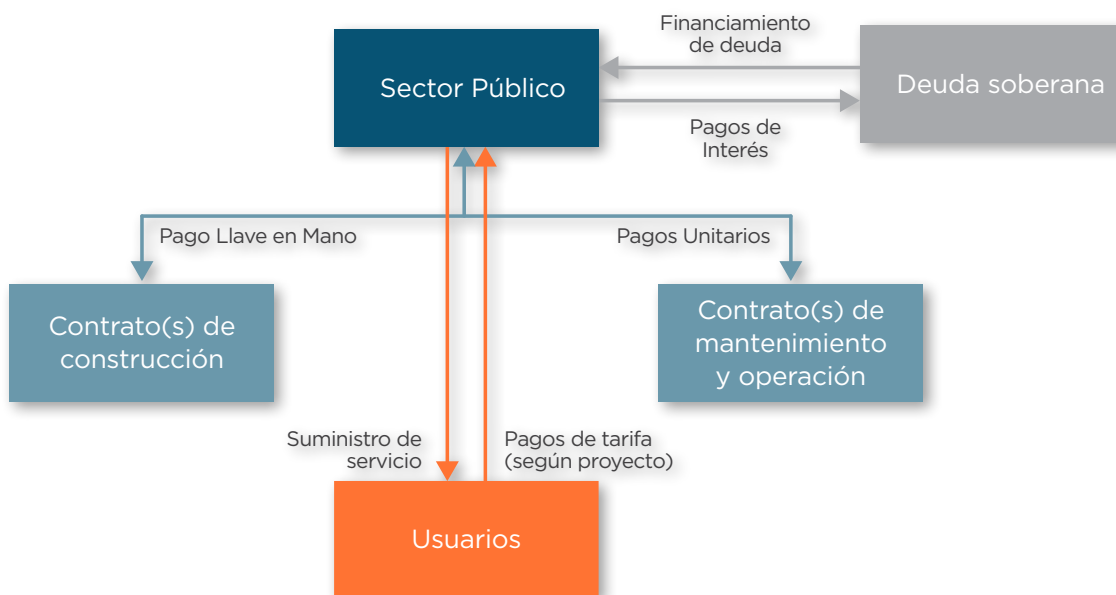
Estructura de un proyecto de APP



Fuente: Elaboración propia

Los inversionistas de capital inicial, que desarrollan la propuesta de APP, suelen ser llamados accionistas del proyecto. Los inversionistas de capital típicos suelen ser desarrolladores de proyectos, empresas de ingeniería o construcción, empresas de gestión de infraestructura y fondos de capital privado. Los prestamistas de los proyectos de APP en los países en desarrollo pueden incluir

Gráfico 2. ▼



Fuente: Elaboración propia

bancos comerciales, bancos de desarrollo multilateral y bilateral, e instituciones financieras como las administradoras de fondos de pensiones.

La principal relación contractual del Gobierno es con la empresa del proyecto y no con las empresas constituyentes de la SPV. Esto se puede complementar por un acuerdo directo entre la autoridad contratante y los prestamistas, aunque muchas veces esta relación suele limitarse a las cláusulas que favorecen a los prestamistas incluidos en el acuerdo de APP, como los derechos de intervención o las garantías de reembolso de deuda principal.

A su vez, la empresa del proyecto contrata empresas que gestionen el diseño y la construcción (por lo general, y dependiendo del país, a través de convenios conocidos como contratos de Ingeniería, Adquisiciones y Construcción, o EPC, por sus siglas en inglés —*Engineering, Procurement and Construction*—, y las operaciones y el mantenimiento —O&M—). Estos contratistas pueden estar afiliados a los inversionistas de capital.

La inversión de capital es la “primera en entrar, última en salir”, lo que quiere decir que las pérdidas del proyecto son cubiertas primero por los inversionistas de capital, y luego por los prestamistas, quienes sufren solo si se pierde la inversión de capital. A su vez, los prestamistas reciben pagos regulares según los términos de sus préstamos, bonos u otro instrumento de deuda. Los inversionistas de capital esperan recibir dividendos y compartir la apreciación en el valor de la SPV. Esto significa que los inversionistas de capital requieren un rendimiento de inversión mayor al de los prestamistas, a cambio de asumir un mayor nivel de riesgo sobre el monto, el cronograma y la seguridad de pagos.

El objetivo de los accionistas y de sus asesores, en el desarrollo de la estructura financiera, suele ser minimizar el costo financiero del proyecto. Debido a que el capital es más costoso que la deuda, los accionistas usan la proporción más alta de deuda para financiar el proyecto que el mercado acepte a un costo competitivo, mientras reducen, a través de negociaciones con el sector público y sus contratistas, el nivel de riesgo de la SPV.

Financiamiento sin posibilidad de recurso o con recurso limitado

Bajo el financiamiento sin posibilidad de recurso o recurso limitado, solo se puede pagar a los prestamistas con los ingresos de la empresa del proyecto. Es decir, las obligaciones de la compañía del proyecto están separadas de las de los inversionistas de capital y la deuda se asegura en los flujos de caja del proyecto. Las estructuras financieras suelen tener una gran proporción de deuda, que oscila entre el 70% y el 95% del financiamiento total. Desde la perspectiva del inversionista de capital, esto ayuda a gestionar el riesgo y bajar sus costos de capital; para los prestamistas, significa emprender una rigurosa diligencia.

Alternativas al financiamiento sin posibilidad de recurso o con recurso limitado para APP

Aunque útil para recaudar fondos para inversiones grandes y altamente apalancadas, el uso de *Project Finance* tiene un costo. Las tasas de interés de la deuda de financiamiento del proyecto, generalmente, son más caras que los préstamos del Gobierno y también suelen ser más caras que si una empresa establecida pide préstamos. El costo de transacción —establecimiento de la estructura contractual y la realización de una auditoría— puede hacer que los

negocios pequeños no resulten atractivos. Ante esta situación, muchos proyectos de APP cuentan con las siguientes opciones:

- que los accionistas, o accionista, principales del proyecto ofrezca una garantía parcial o total en la deuda del proyecto (*garantía corporativa*). Por ejemplo, en 1992, se estaba desarrollando un oleoducto en Colombia a través de una empresa conjunta entre la empresa petrolera nacional y empresas petroleras internacionales, con la CFI como prestamista principal. En ese momento, desde la CFI hubo preocupación por los posibles ataques guerrilleros y el proyecto se estancó. Para poder avanzar, los accionistas ofrecieron una garantía de préstamo total en el proyecto; o
- que el Gobierno participe en la estructura financiera con fondos propios o apalancando préstamos soberanos: el Gobierno (o una institución financiera que sea propiedad del Gobierno) puede financiar como prestamista de la empresa del proyecto o puede brindar una garantía para una parte o la totalidad de la deuda del proyecto.

3.2 CONSIDERACIONES PARA EL GOBIERNO

Cuando una APP involucra financiamiento privado, el inversionista privado suele tener la principal responsabilidad para desarrollar la estructura financiera. No obstante, existen diversas formas en las que el Gobierno puede necesitar influir en la estructura financiera.

- a. Capacidad de financiamiento.** Los gobiernos necesitan asegurar que el diseño del proyecto sea “financiable” (*bankable*), es decir, que la compañía del proyecto sea capaz de emitir suficiente deuda a un costo sostenible. Los prestamistas, habiendo evaluado cuidadosamente los riesgos del proyecto y cómo estos riesgos han sido asignados entre las partes del contrato, asignarán una tasa de interés y convenios que rigen el préstamo. Para ser “financiable” (*bankable*) los flujos de caja operativos deben ser lo suficientemente altos para cubrir el pago de la deuda a la tasa requerida más un margen aceptable dentro de las restricciones acordadas.

Si se ha asignado demasiado riesgo a la parte privada, los prestamistas disminuirán el monto y/o el periodo del préstamo e impondrán convenios restrictivos hasta que el margen del flujo de caja sobre el pago de la deu-

da sea aceptable. Si esto sucede, se necesitará más capital y/o una mayor complejidad en la estructura financiera del proyecto, lo cual, a su vez, puede aumentar el nivel de riesgo y, en consecuencia, el costo del capital.

Desde la perspectiva del Gobierno, las consideraciones clave para asegurar la capacidad de financiamiento son, por ende, la viabilidad técnica y financiera del proyecto, y una adecuada asignación del riesgo.

- b. Limitación del monto permitido de deuda.** Los accionistas del proyecto suelen tener un incentivo para financiar una APP con una alta proporción de deuda de capital, es decir, para lograr el apalancamiento⁵ óptimo para minimizar sus costos de capital. Esto suele permitirles obtener ingresos más altos y facilita la gestión de la estructura financiera, ya que puede ser más fácil emitir deuda que capital. Por otra parte, los gobiernos suelen proteger más a los inversionistas de deuda que a los inversionistas de capital, ofreciendo, por ejemplo, garantías a demanda diseñadas para asegurar que los ingresos cubran el pago de la deuda o acordar pagos en caso de la finalización anticipada que equiparen con el nivel de la deuda, de forma tal que se reembolse a los prestamistas, incluso en caso de falta de pagos de parte del patrocinador⁶ del proyecto en sus obligaciones según el contrato.

Sin embargo, puesto que una deuda muy grande puede perjudicar la transferencia del riesgo y aumentar el costo del financiamiento, es recomendable que los gobiernos limiten el monto de financiamiento permitido de deuda. Además, los proyectos altamente apalancados también pueden ser más vulnerables a la quiebra y la falta de pagos, tal como muestra el siguiente ejemplo:

-
- 5 El apalancamiento es la relación entre crédito y capital propio invertido en una operación financiera. Al reducir el capital inicial que es necesario aportar, se produce un aumento de la rentabilidad obtenida. El incremento del apalancamiento también aumenta los riesgos de la operación, dado que provoca menor flexibilidad o mayor exposición a la insolvencia, o incapacidad de atender los pagos. El apalancamiento financiero se deriva de utilizar endeudamiento para financiar una inversión. Esta deuda genera un coste financiero (intereses), pero si la inversión genera un ingreso mayor a los intereses a pagar, el excedente pasa a aumentar el beneficio de la empresa.
- 6 Tal como se menciona en el libro *Economía de las Asociaciones Público Privadas: una guía básica*, de Fisher, Galenovic y Engel, el patrocinador o sponsor se convierte en el inversionista responsable de la licitación, el desarrollo y gestión del proyecto. Es el demandante residual y es esencial para el éxito del proyecto. Por eso, los prestamistas lo examinarán cuidadosamente antes de comprometer recursos. (Fischer, Ronald D., Alexander Galetovic y Eduardo M. Engel (2014). *Economía de las Asociaciones Público Privadas: una guía básica*, FCE).

EJEMPLO DE APP CON APALANCAMIENTO EXCESIVO: TRANVÍAS Y TRENES DE VICTORIA

El Gobierno del estado de Victoria concedió cinco franquicias (similares a concesiones) para el funcionamiento de los tranvías y la red de trenes para pasajeros en Melbourne, y trenes regionales en el estado de Victoria. El Gobierno esperaba un ahorro total de \$ 1,8 mil millones AUD durante la duración del contrato. Sin embargo, el aporte de capital total, incluyendo los bonos por desempeño, de parte de los accionistas, fue de solo \$ 135 millones AUD, lo que es apenas el 8% de las ganancias totales. La estructura de pago de la APP dependía, en gran parte, del crecimiento esperado del negocio y la reducción de costos. Cuando el crecimiento y las reducciones de costos no se produjeron, los concesionarios experimentaron pérdidas. Debido a que la participación de capital era relativamente baja, los operadores podían abandonar las concesiones en lugar de afrontar las pérdidas e intentar mejorar. Esto puso al Gobierno en una posición de tener que renegociar los contratos con los operadores existentes.

Fuente: Ehrhardt, David y Tim Irwin (2004). "Avoiding customer and taxpayer bailouts in private infrastructure projects: policy towards leverage, risk allocation, and bankruptcy", Documento de Trabajo 3274. Washington, D. C.: Banco Mundial.

- ¿Qué pueden hacer los gobiernos para garantizar un nivel de apalancamiento y una participación de capital adecuada en el proyecto?
- El Gobierno puede introducir una porción mínima de acciones para el proyecto (particularmente si también ofrece garantías diseñadas para proteger la inversión de los prestamistas), con la precaución de no imponer restricciones innecesarias que resultan en aumento del costo de financiamiento del proyecto.
- c. Riesgos al pasar de la concesión del contrato al cierre financiero.** Se suele otorgar y firmar un contrato de APP antes de que el proyecto llegue al cierre financiero, es decir, antes de que se pueda asegurar totalmente el financiamiento del proyecto. En tanto, los prestamistas completan su

proceso de diligencia, lo que incluye una revisión detallada de los acuerdos de APP. Los acuerdos de préstamos establecen “condiciones precedentes”, que se deben implementar antes de que la empresa del proyecto pueda acceder a los fondos del préstamo. Este proceso genera el riesgo de que el proyecto se demore o incluso se cancele, si quienes ganan la licitación no son capaces de recaudar fondos en los plazos esperados. En este caso, el Gobierno podría estar bajo presión para cambiar los términos del contrato de tal forma que satisfaga los requisitos de los prestamistas, ya que reiniciar el proceso de contratación en esta etapa puede causar demoras y costos de transacción adicionales para el Gobierno⁷.

▶ ¿Qué pueden hacer los gobiernos para mitigar el riesgo de que un contrato firmado no llegue al cierre financiero?

- Exigir a los licitantes que constituyan una fianza, que se puede reclamar si el licitante preferido no logra el cierre financiero dentro de un plazo determinado. Esto puede alentar a los licitantes a desarrollar planes financieros más concretos antes de presentar sus propuestas durante las licitaciones.
- Exigir que las licitaciones ya tengan establecidos los compromisos financieros (llamadas licitaciones “garantizadas”). En este caso, los prestamistas deben completar la diligencia antes de que se complete el proceso de licitación. Sin embargo, estas opciones aumentan el costo de licitación, lo que puede disuadir a los licitantes y perjudicar la competencia.
- Introducir un paquete de financiamiento acordado previamente, que es desarrollado por el Gobierno y que se ofrece a los licitantes durante el proceso de licitación. El ganador de la licitación tiene la alternativa, pero no la obligación, de usar el paquete financiero para el proyecto. El paquete de financiamiento acordado previamente es común en las negociaciones de fusiones y adquisiciones.

7 Farquharson, et al.

d. Refinanciamiento de la deuda del proyecto. La compañía del proyecto y sus accionistas pueden tener dos razones para “refinanciar” la deuda contraída, es decir, asumir una nueva deuda para pagar los préstamos existentes:

- Que el proyecto no haya podido obtener un paquete de financiamiento con un plazo lo suficientemente largo para coincidir con la duración del proyecto. Esto puede suceder porque la deuda a largo plazo no está disponible en el momento en el que se otorgue el proyecto o porque los prestamistas consideren que el proyecto es demasiado riesgoso para extender un crédito con un plazo largo. En este caso, el proyecto podría continuar con un préstamo a un plazo más corto, lo que crea un riesgo de refinanciamiento, es decir, el riesgo de que el préstamo a un plazo más corto no se pueda refinanciar dentro de los plazos esperados⁸.

▶ ¿Qué puede hacer el Gobierno para mitigar el riesgo de refinanciamiento?

- Una alternativa para mitigar el riesgo de refinanciamiento es el “financiamiento garantizado”, con lo que un segundo prestamista promete asumir un préstamo en un momento futuro, motivando, por consiguiente, a que el prestamista original ofrezca una deuda a un plazo más largo de lo que haría si este no fuera el caso.
- El refinanciamiento también puede convertirse en una oportunidad para la compañía del proyecto y sus accionistas si surgen términos más favorables. Debido a que los proyectos de infraestructura tienen duraciones largas, los mercados de capital pueden cambiar durante la vida del proyecto y ofrecer mejores términos en la deuda existente del proyecto. Los prestamistas también tienden a ofrecer mejores términos de financiamiento a los proyectos que tienen una trayectoria demostrada y que ya han superado los riesgos iniciales, como la construcción.
- El refinanciamiento con términos más favorables puede disminuir los costos generales para los usuarios o para el Gobierno, mejorar el rendimiento para los inversionistas, o ambas cosas. En todo caso, el Gobierno necesita considerar por adelantado cómo se tratarán los beneficios del refinanciamiento. Las opciones incluyen:

⁸ Dado que los contratos APP, en la mayoría de los casos, suelen ser de 20, 30 o más años, la probabilidad de alguna necesidad de refinanciamiento es alta y por ello se debe especificar quién asume el riesgo de refinanciamiento.

- No hacer nada: permitir que los accionistas obtengan ganancias del refinanciamiento a través de pagos de dividendos más altos.
 - Compartir las ganancias entre los accionistas y los clientes del proyecto, incluyendo en el contrato de APP o en la regulación de APP una cláusula que establezca qué beneficios de refinanciamiento se deben reflejar en el precio pagado por el activo o el servicio.
 - Incorporar al contrato de APP el derecho del Gobierno a exigir o solicitar el refinanciamiento de la deuda del proyecto, si cree que existen términos más favorables en el mercado, tal como lo ha hecho desde 2008 el Gobierno del Reino Unido.
- e. Derecho de intervención.** Los “derechos de intervención” (step-in rights) se refieren al poder que el Gobierno o el prestamista tienen de tomar el control de la compañía del proyecto en determinadas situaciones, de acuerdo con el contrato o con la legislación del país. Los derechos de intervención del Gobierno suelen reservarse a situaciones en las que el proyecto implica riesgos importantes de salud y seguridad, amenazas a la seguridad nacional o cuando los requisitos legales obligan al Gobierno a encargarse del proyecto. El Gobierno también puede dar por finalizado el contrato de APP y encargarse del proyecto si la compañía no satisface las obligaciones de servicio.

Los prestamistas suelen exigir derechos de intervención que se apliquen si la compañía del proyecto no cumple con sus obligaciones de servicio de deuda o si el contrato de APP se encuentra bajo amenaza de finalización por no cumplir con las obligaciones de servicio. En esta situación, los prestamistas, por lo general, nombran a un nuevo directorio ejecutivo u otra firma que se encargue de la compañía del proyecto.

Es importante que tanto el Gobierno como los prestamistas tengan un marco de trabajo y un cronograma para invocar sus derechos de intervención, de forma tal que estén informados cuando comiencen a ocurrir problemas, y puedan tomar medidas correctivas.

3.3 EL PAPEL DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LAS APP

Existen varias razones por las que los gobiernos pueden elegir financiar proyectos de APP con capital, deuda o garantías soberanas:

- **Evitar primas de riesgo excesivas.** Un Gobierno puede considerar que la prima de riesgo que cobra el sector privado es excesiva en relación con los riesgos reales del proyecto. Esto puede ser algo difícil de reclamar, ya que los mercados suelen tener mejores resultados que los gobiernos al evaluar el riesgo, pero puede aplicarse en particular a nuevos proyectos o mercados, o cuando hay alteraciones en el mercado financiero.
- **Mitigar el riesgo del Gobierno.** Cuando las ganancias del proyecto dependen de pagos periódicos del Gobierno, se crea un riesgo para la parte privada, que se reflejará en el costo del proyecto. Cuando queda en duda la fiabilidad de los pagos del Gobierno, otorgar subsidios o pagos con anticipación en la forma de un préstamo o un subsidio, en lugar de pagos constantes, puede mejorar la capacidad de financiamiento y disminuir el costo del proyecto.
- **Mejorar la disponibilidad o disminuir el costo financiero.** En particular cuando los mercados de capitales son subdesarrollados o tienen alteraciones, la disponibilidad de financiamiento a largo plazo puede ser limitada, y los gobiernos pueden elegir financiar a plazos que de otra forma no estarían disponibles. Los gobiernos pueden tener acceso a financiamiento favorable, que pueden trasladar para reducir el costo de los proyectos de infraestructura. Esto también puede formar parte de una política más amplia, que involucre a instituciones financieras estatales para que hagan préstamos a largo plazo con fines de desarrollo.

Existen diversas formas en las que los gobiernos pueden contribuir con la estructura de financiamiento de una APP:

a. Préstamo o subsidio directo del Gobierno a la compañía del proyecto

Los gobiernos pueden financiar directamente una APP en forma de préstamos o subsidios anticipados. Estos pueden ser fundamentales para la viabilidad del proyecto, cuando las proyecciones de rendimiento muestran que es probable que el proyecto no sea financieramente viable sin

financiamiento gubernamental. Los aportes de capital también pueden disminuir los costos para el Gobierno, al posibilitar que haya fondos disponibles con mejores términos, y pueden actuar como una señal para ayudar a crear confianza de los inversionistas privados.

Por ejemplo, en los Estados Unidos, la Ley de Financiamiento e Innovación en Infraestructura de Transporte (TIFIA) estableció un mecanismo flexible para que el Departamento de Transporte de los Estados Unidos otorgue préstamos (así como garantías de préstamos) directamente a accionistas de proyectos privados y estatales, para proyectos elegibles. La asistencia crediticia se ofrece en términos flexibles y suele asumir una posición subordinada, la que, a su vez, facilita atraer más capital privado.

b. Provisión de capital de SPV (*Special Purpose Vehicle*) por parte del Gobierno

De acuerdo con la política revisada de APP que el Gobierno del Reino Unido introdujo en 2012 —denominada “Financiamiento Privado 2”, o PF2—, el Tesoro puede ofrecer una participación minoritaria del capital en los proyectos de PF2. La justificación fue dar al Gobierno mejor acceso a la información del proyecto, incluso en relación con el desempeño financiero de la compañía del proyecto; permitir al Gobierno que se involucre más en la toma de decisiones estratégicas; mejorar el valor por dinero⁹ (*value for money*) e incrementar la redistribución de los rendimientos continuos de las inversiones.

Sin embargo, el capital público, en una APP, también acarrea riesgos para las contrapartes del sector privado y, a menos que se administre cuidadosamente, pueden surgir conflictos de intereses.

9 El Valor por Dinero (VPD) es la combinación óptima entre los costos asumidos por el sector público para desarrollar un proyecto de infraestructura, y su aporte para cubrir satisfactoriamente las necesidades de los usuarios. En general, se genera VPD cuando los beneficios derivados de una infraestructura superan los costos en los que se incurrió para desarrollarla y los costos en los que se incurrirá para operarla y mantenerla. Aunque el VPD puede ser visto como una medida de retorno para el sector público, no es un indicador tradicional financiero de rentabilidad, dado que no solo involucra el comportamiento de los flujos de caja de un proyecto, sino que también incorpora, dentro de sus principales determinantes, la distribución de riesgos entre el Estado y el inversionista privado, la proporción de aportes públicos y la capacidad de autogeneración de fondos por parte de la infraestructura. El análisis de valor por dinero aplica tanto para el esquema de obra pública tradicional como para el de Asociación Público-Privada. Un proyecto debe ser ejecutado mediante el mecanismo que presente una mayor generación de VPD. Fuente: DNP (Departamento Nacional de Planeación de Colombia).

UN NUEVO ENFOQUE DE LAS APP: PF2 (REINO UNIDO)¹⁰

Private Finance Initiative (PFI) fue implementada en el año 1992, con el objetivo de involucrar al sector privado en el diseño, construcción, financiamiento y operación de infraestructura pública, para brindar servicios de buena calidad que cumplan con los requisitos de los usuarios en condiciones económicamente más ventajosas, optimizando los costos durante toda la fase del proyecto.

Esta modalidad ha sido utilizada en una amplia gama de sectores (transporte, educación, construcción de cárceles, defensa, etc.), con un saldo actual de más 700 contratos firmados, más de 650 proyectos operacionales y cerca de 54 mil millones de libras en capital invertido.

Teniendo en cuenta las oportunidades de mejora, el Tesoro relanzó el programa bajo el nombre de PF2. Una de las recomendaciones más importantes de PF2 es estimular la participación del capital público con el fin de lograr:

- un mayor alineamiento de intereses entre el sector público y el sector privado, y un enfoque más colaborativo para mejorar el desempeño del proyecto y la gestión del riesgo;
- un mejor trabajo conjunto, con un mayor acceso del sector público a la información y un mayor involucramiento en la toma de decisiones;
- más transparencia, incluyendo el desempeño financiero a través de la junta de socios de la compañía del proyecto; y
- mejorar el valor por dinero.

¹⁰ https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/205112/pf2_infraestructure_new_approach_to_public_private_partnerships_051212.pdf

c. Garantía del Gobierno de préstamo comercial al proyecto

En lugar de hacer un préstamo de forma directa, los gobiernos pueden, tal como se mencionó anteriormente, garantizar el pago de la deuda otorgada por fuentes comerciales, en caso de falta de pagos por la parte privada.

No obstante, brindar garantías sobre la deuda del proyecto perjudica la transferencia del riesgo al sector privado. Por esta razón, los gobiernos suelen brindar solo garantías crediticias parciales, esto es, una garantía sobre el pago de solo una parte de la deuda total. Asimismo, el uso de garantías se debe considerar cuidadosamente, y se deben identificar los riesgos que el gobierno puede gestionar mejor. Las garantías que el gobierno usa en forma inadecuada pueden aumentar su exposición fiscal, a la vez que pueden disminuir el valor por dinero al reducir la transferencia de riesgo real al sector privado.

d. Estructuras de *forfaiting*¹¹ (pagos prometidos)

El *forfaiting* es una estructura financiera que a veces se utiliza para reducir el costo financiero de las APP. De acuerdo con este modelo, que puede utilizarse para APP de “pagos de Gobierno”, una vez que se finaliza satisfactoriamente la construcción, el Gobierno emite un compromiso irrevocable de pagar a la compañía del proyecto una porción de los costos del contrato; por lo general, lo suficiente para cubrir el servicio de deuda. Esto puede disminuir los costos de financiamiento del proyecto.

Sin embargo, significa que el Gobierno retiene más riesgo bajo la APP, y como los pagos de servicio de deuda ya no dependen del desempeño, el prestamista tiene menos interés en asegurar el desempeño del proyecto durante las operaciones. Este modelo se ha usado ampliamente en Alemania —para proyectos pequeños, sobre todo municipales—, donde más de la mitad de las APP implementadas entre 2002 y 2006 usaron esta estructura.

11 El *forfaiting* es un método de financiamiento para operaciones de comercio internacional que permite a los exportadores obtener efectivo a través de la venta, con descuento, de sus cuentas extranjeras de saldo por cobrar, de medio y largo plazo, basándose en la modalidad “sin recurso”. Un *forfaiteer* es una firma especializada de financiamiento o un departamento del banco que realiza financiamiento de exportaciones sin recursos a través de la compra de saldos comerciales a cobrar a mediano y largo plazo. “Con recursos” o “sin recursos” significa que el *forfaiteer* asume y acepta el riesgo de falta de pago.

Una variante del modelo de *forfaiting* es la *cession de créance* (cesión de créditos), usada en Francia. Del mismo modo, una vez que la infraestructura está construida y en funcionamiento, el Gobierno puede comprometerse a realizar una serie de pagos, independientemente de la disponibilidad, que cubrirán parte o todo el servicio de deuda de la empresa del proyecto de la APP.

El Gobierno del Perú también ha introducido una estructura de financiamiento para las APP, que es una variante del modelo de *forfaiting*, según la que estos compromisos de pago irrevocable se emiten *durante* la construcción o la finalización de hitos definidos, tal como se presenta a continuación:

CRPAO EN PERÚ

En Perú, se ha desarrollado una innovadora estructura para financiar la construcción de sus concesiones de carreteras, el Gobierno de Perú efectúa pago anual de obras (PAO) al contratista privado por completar hitos de construcción. Los PAO son obligaciones del Gobierno de Perú de hacer pagos anuales en dólares (similares a bonos). Después de que se efectúan, los pagos no quedan vinculados al desempeño del funcionamiento de las carreteras y son irrevocables e incondicionales. La deuda por el proyecto se paga a través de bonos respaldados por la titularización del PAO, conocidos como CRPAO (Certificado de Reconocimiento de Pago Anual de Obras).

Perú usó esta estructura financiera por primera vez en 2006, para financiar el primer tramo de 960 km de IIRSA Interoceanía Sur. El proyecto emitió \$ 226 millones USD de deuda, con una garantía crediticia parcial de \$ 60 millones USD del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Se ha usado la estructura financiera de CRPAO para dos tramos subsiguientes de Interoceanía Sur.

Fuente: Fox, Kabance e Izquierdo (2006). *IIRSA Norte Finance Limited*. Nueva York: Fitch Ratings.

Agencia para el Desarrollo Internacional de Estados Unidos, USAID (2009). *Enabling sub-sovereign bond issuances: primer and diagnostic checklist* (FS Series 1). Washington, D. C.

Este tipo de modelos de *forfaiting* permite al socio privado financiar su inversión de forma gradual, asegurando el flujo futuro de pagos garantizado que se relaciona con cada fase de la construcción.

Sin embargo, también significa que el Gobierno se compromete a pagar la proporción del monto contratado sin importar si el activo está terminado. La relevancia de este método puede depender de la naturaleza del activo, en particular si es fácilmente divisible.

e. Participación de bancos de desarrollo y otras instituciones financieras públicas en las APP

Los bancos de desarrollo, tanto nacionales como multilaterales, pueden contribuir al financiamiento de proyectos APP a través de una variedad de mecanismos, entre ellos, préstamos tradicionales para cubrir pagos del sector público, así como garantías de las obligaciones contraídas por el grantor u otros riesgos que la empresa APP no puede asumir.

A continuación se presenta el ejemplo de la garantía y crédito otorgada por el BID al Programa de Gestión de Desechos Sólidos de la ciudad de Georgetown, en Guyana.



GARANTÍA Y CRÉDITO PARA EL PROGRAMA DE GESTIÓN DE DESECHOS SÓLIDOS DE LA CIUDAD DE GEORGETOWN, GUYANA

El propósito del programa apunta a implementar soluciones sostenibles a los residuos sólidos de Georgetown y otros pequeños centros locales participantes, llamados Centros Nacionales de Datos, o CND.

Con el fin de lograr los objetivos del proyecto y atraer operadores potenciales para competir por la mejor oferta para construir y operar el relleno sanitario Haags Bosch, se le solicitó al Banco Interamericano de Desarrollo diseñar una Garantía Parcial de Riesgos (PRG, por sus siglas en inglés) que cubriera, al menos, las obligaciones de pago anuales del Gobierno al operador, incluyendo la terminación anticipada del contrato.

Para mejorar aún más la estructura y reducir el riesgo de llamar a la garantía del Banco, se incorporó una cuenta y una línea revolvente dedicada de crédito, a fin de apoyar las obligaciones de pago mínimo al operador, equivalentes a los pagos durante un período de entre tres y cinco meses. En el caso de que la garantía bancaria se active, el monto desembolsado se convierte en un préstamo contra el Gobierno de Guyana.

Los beneficios de usar una PRG, para el Gobierno de Guyana, son, entre otros: promover una mayor competencia y la participación de los operadores del sector privado calificados en el manejo de los vertederos; promover la inversión privada en la construcción y equipamiento; reducir el costo de la eliminación por tonelada para el beneficio de la población; y apoyar el logro de los objetivos del programa.

Muchos gobiernos han establecido bancos de desarrollo estatales u otras instituciones financieras que pueden ofrecer una variedad de productos financieros a los proyectos de APP. Estas instituciones financieras pueden obtener capital del Gobierno y suelen poder acceder a financiamiento de proyectos. Cuando estas entidades operan más o menos como instituciones financieras comerciales, pueden estar en un mejor lugar para evaluar la viabilidad de una propuesta de proyecto de APP que el propio Gobierno; aunque algunas de estas instituciones también pueden estar expuestas a la presión política, que puede perjudicar la calidad de la debida diligencia o de la estructura del proyecto.

En algunos casos, los bancos de desarrollo establecidos pueden expandir sus actividades en el sector de APP. Por ejemplo, el Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), de Brasil, ha sido uno de los principales prestamistas a proyectos de infraestructura privada en este país, y ha evaluado riesgos y otorgado financiamiento en una forma similar a la de un banco comercial privado.

Las instituciones financieras gubernamentales también se pueden usar para proveer coordinación y cumplimiento de políticas a las APP, estableciendo reglas y requisitos claros para cuando el financiamiento esté disponible. Este es el caso cuando una institución financiera se establece específicamente para satisfacer las necesidades de un programa de APP. Por ejemplo, en México, la mayoría de las APP se han implementado con el apoyo de FONADIN, un fondo de inversión en infraestructura del Banco Nacional de Obras (BANOBRAS). Las reglas de operación del FONADIN establecieron de facto las reglas y procedimientos por los que se implementarán los proyectos de APP, como se describe a continuación:

FONADIN DE MÉXICO

Antes de 2012, México no tenía Ley de APP. Sin embargo, la mayoría de los organismos gubernamentales que implementaron proyectos a través de esquemas de APP lo hicieron con el apoyo del Fondo Nacional de Infraestructura (FONADIN). Las excepciones suelen ser proyectos que son “autofinanciados”, es decir, proyectos que generan un rendimiento suficiente para cubrir los costos; las dos entidades gubernamentales que siguen este camino son CFE (la empresa nacional de electricidad) y PEMEX (la empresa petrolera nacional).

Además de otorgar préstamos subsidiados y, en algunos casos, subsidios, el FONADIN puede ayudar a los organismos a otorgar subsidios para los estudios preliminares del proyecto, la preparación de la documentación del proyecto y la implementación del proceso de licitación. En la práctica, esto ha significado que el Decreto Presidencial que estableció el FONADIN en 2008 ha regido con eficacia la mayoría de los proyectos de APP. De acuerdo con ese decreto, las Reglas de Operación del FONADIN establecen el alcance, los procesos y los procedimientos para identificar, evaluar y aprobar proyectos de APP.

Fuente: BANOBRAS (2000). *FONADIN Reglas de Operación*.

IDEAS PRINCIPALES

- ▶ La estructura financiera de una APP busca minimizar el costo de financiamiento del proyecto y asegurar su *bankability*, cumpliendo con las obligaciones del contrato.
- ▶ La estructura de la APP combina opciones de financiamiento de capital (accionistas) y deuda (prestamistas) frecuentemente dentro de una compañía específica del proyecto, denominada *SPV*.
- ▶ La *SPV* mantiene contratos con el Gobierno, los proveedores de capital y deuda, constructores, y empresas de operación y mantenimiento. Es la entidad responsable de proveer el servicio contratado y cumplir con las obligaciones del contrato APP.
- ▶ A pesar de que el inversionista suele tener la principal responsabilidad para desarrollar la estructura financiera, el Gobierno debe asegurarse de que el proyecto sea financiable, lo cual significa una preparación cuidadosa, la asignación optimizada de los riesgos y participación soberana.
- ▶ Los gobiernos pueden elegir financiar proyectos de APP para evitar primas de riesgo excesivas, mitigar el riesgo del Gobierno y mejorar la disponibilidad o disminuir el costo financiero.
- ▶ Los gobiernos pueden participar en la estructura de financiamiento a través de préstamos o subsidios directos a la empresa del proyecto, provisión de capital de *SPV*, garantías crediticias parciales, estructuras de *forfaiting*, o bancos de desarrollo y otras instituciones financieras estatales.

BIBLIOGRAFÍA SUGERIDA

- Farquharson, Torres de Mästle y Yescombe, en colaboración con Encinas (2011). *How to engage with the private sector in Public-Private Partnerships in emerging markets*. Banco Mundial / PPIAF. El Capítulo 5 ofrece una visión general del financiamiento privado de las APP, enfocándose en los desafíos que enfrentan los países en desarrollo.
- E. R. Yescombe (2013). *Public-Private Partnerships: principles of policy and finance* (2nd edition). Oxford: Elsevier Science. Proporciona una cobertura exhaustiva del financiamiento de las APP, y pone en contexto las APP, describiendo el análisis financiero de las APP y cómo este informa las decisiones de inversión tanto por las partes públicas como privadas; estructuras y fuentes de financiamiento de deuda; cómo se elaboran los planes de financiamiento de APP; y cómo se reflejan los requisitos de financiamiento en los términos contractuales.
- Farquharson, Edward y Javier Encinas (2010). [The UK infrastructure finance unit: supporting PPP financing during the global liquidity crisis](#). Banco Mundial. Resume la experiencia del Reino Unido con PFI durante la crisis financiera, y describe la Unidad de Financiamiento de Estructura del Tesoro.

ANEXOS

ANEXO 1. LECTURAS COMPLEMENTARIAS

¿Te ha interesado un tema en particular y te gustaría profundizar? ¿Quieres conocer más ejemplos y casos? Para ello se recomienda:

CÓMO SE FINANCIAN LAS APP	
REFERENCIA	DESCRIPCIÓN
Delmon, Jeffrey (2009). Private sector investment in infrastructure: project finance, PPP projects and risks (2a edición). Londres: Kluwer Law International.	También cubre una amplia variedad de temas sobre el financiamiento de las APP. Estos incluyen una introducción a las estructuras financieras del proyecto y los términos usuales (Capítulo 2); acuerdos contractuales usuales para una APP (Capítulo 3); y la capacidad de financiamiento (Capítulo 4).
Daube, Vollrath y Alfen (2007). " A comparison of project finance and the forfaiting model as financing forms for PPPs in Germany ". International Journal of Project Management, 28(4): 376-387.	Describe el modelo de forfaiting usado en Alemania como alternativa al financiamiento del proyecto, para disminuir los costos financieros de los proyectos de APP.
Ehrhardt, David y Tim Irwin (2004). " Avoiding customer and taxpayer bailouts in private infrastructure projects: policy toward leverage, risk allocation, and bankruptcy ". Documento de Trabajo de Investigación sobre Políticas del Banco Mundial 3274.	Describe cómo el apalancamiento alto, combinado con los proyectos de alto riesgo y la reticencia a permitir que una empresa de APP vaya a la bancarrota, puede crear problemas para las APP; y sugiere alternativas para ayudar a resolver el problema. Incluye estudios de caso sobre las APP en Australia, Reino Unido, Brasil y México.

<p>Harris, Clive y Sri Kumar Tadimalla (2008). “Financing the Boom in Public-Private Partnerships in Indian Infrastructure: trends and policy implications”. En Gridlines, 45. Banco Mundial / PPIAF.</p>	<p>Describe cómo las estructuras financieras de las APP en India han evolucionado a medida que el uso de APP ha aumentado desde mediados de los noventa, en particular, teniendo en cuenta la creciente proporción de financiamiento de deuda; y ofrece algunas lecciones sobre políticas.</p>
<p>Federal Highway Administration (2010). Project finance primer. Washington, D.C.: Departamento de Transporte de los EE.UU.</p>	<p>Describe los mecanismos de financiamiento de los Estados Unidos para la infraestructura vial. El Capítulo 4 detalla tres mecanismos con los que el Gobierno de los Estados Unidos puede brindar asistencia financiera a los inversionistas privados en carreteras.</p>
<p>Departamento de Asuntos Económicos (2008). Scheme and guidelines for financial support to Public Private Partnerships in infrastructure. Nueva Delhi, India: Unidad de APP, Ministerio de Finanzas, Gobierno de la India.</p>	<p>Describe el esquema de Viabilidad Financiera para otorgar subsidios de capital a proyectos privados de infraestructura.</p>
<p>Reino Unido, Casa de los Comunes, Comité de Cuentas Públicas (2010). “Financing PFI Projects in the credit crisis and the Treasury’s Response”. Casa de los Comunes 553, Noveno Informe de la Sesión 2010-2011. Londres.</p>	<p>El Tesoro del Reino Unido describe su respuesta a la crisis financiera, que incluyó establecer una Unidad de Financiamiento de Infraestructura para otorgar préstamos con términos comerciales en proyectos que no pueden emitir deuda desde bancos comerciales.</p>
<p>Burger, Tyson, Karpowicz y Delgado Coelho (2009). “The effects of the financial crisis on Public-Private Partnerships”. Documento de Trabajo WP/09/144. Fondo Monetario Internacional.</p>	<p>Investiga el impacto de la crisis financiera global en las APP, y las circunstancias bajo las cuales se justifica ofrecer apoyo a proyectos nuevos y existentes.</p>

<p>Foster, Richard (2010). <i>Preserving the integrity of the PPP model in Victoria, Australia, during the global financial crisis</i>. Banco Mundial.</p>	<p>Describe cómo el Gobierno del estado de Victoria, Australia, adaptó su programa de APP a la crisis financiera global, para hacer cambios de acuerdo con cada proyecto respecto de la forma en la que se asignaban determinados riesgos financieros.</p>
<p>EPEC, Centro Europeo Experto en Colaboración Pública Privada (2009). <i>The financial crisis and the PPP market: potential remedial actions</i>. Luxemburgo.</p>	<p>Ofrece ideas para los gobiernos sobre las formas de apoyar las APP durante la crisis financiera global. Estas incluyen cambios en los métodos de contrataciones, ofrecer garantías estatales u otorgar préstamos conjuntos, en particular, como una medida a corto plazo, y adaptar las estructuras de las APP para atraer a distintos tipos de inversionistas.</p>

