

INFORME N° 032-06-GRE-GAL-OSITRAN

Para : Ernesto Mitsumasu Fujimoto
Gerente General

De : Gonzalo Ruiz Díaz
Gerente de Regulación

Félix Vasi Zevallos
Gerente de Asesoría Legal

Asunto : Solicitud de Aclaración de Informes N°028-06-GRE-GAL-OSITRAN,
Informes N° 029-06-GRE-GAL-OSITRAN, Informes N° 030-06-GRE-GAL
OSITRAN.

Ref. : Carta N°859-2005-MTC/02 de fecha 18 de julio de 2006

Fecha : 19 de julio de 2006

I. ANTECEDENTES.

1. El 5 de mayo de 2005 se otorgó la Buena Pro para la Concesión de las Obras y el Mantenimiento de los Tramos Viales del Eje Multimodal del Amazonas Norte del “Plan de Acción para la Integración de Infraestructura Regional de Sudamérica – IIRSA a la empresa Concesionaria IIRSA Norte S.A.
2. Con fecha 26 de junio de 2006, se emitió el Informe N° 028-GRE-GAL/OSITRAN, mediante el cual se emite opinión sobre la propuesta de modificación del Contrato de Concesión para la Construcción, Conservación y Explotación del Tramo Vial N° 2 del Proyecto Corredor Vial Interoceánico Sur, Perú-Brasil.
3. Con fecha 26 de junio de 2006, se emitió el Informe N° 029-06-GRE-GAL/OSITRAN, mediante el cual se emite opinión sobre la propuesta de modificación del Contrato de Concesión para la Construcción, Conservación y Explotación del Tramo Vial N° 3 del Proyecto Corredor Vial Interoceánico Sur, Perú-Brasil.
4. Con fecha 26 de junio de 2006, se emitió el Informe N° 030-06-GRE-GAL/OSITRAN, mediante el cual se emite opinión sobre la propuesta de modificación del Contrato de Concesión para la Construcción, Conservación y Explotación del Tramo Vial N° 4 del Proyecto Corredor Vial Interoceánico Sur.
5. Con fecha 18 de julio de 2006, mediante Oficio N° 859-2005-MTC/02, el MTC solicitó una aclaración de la opinión emitida mediante los Informes N° 028-06-GRE-GAL-OSITRAN, N° 029-06-GRE-GAL-OSITRAN y N° 028-06-GRE-GAL-OSITRAN, en relación al contenido de los numerales IV.168 y IV.164 de los mismos. En particular solicitan se confirme el entendimiento del MTC en relación a que el mecanismo de ajuste de tasas de interés no debe aplicarse sobre el 100% del PAO sino únicamente sobre la porción de deuda efectivamente contraída por el Concesionario.

II. OBJETO.

6. Emitir un pronunciamiento respecto de la solicitud de aclaración formulada por el MTC en relación a la opinión emitida por OSITRAN respecto de la aplicación del mecanismo de ajuste de la tasa de interés en los Contratos de Concesión de los Tramos Viales 2, 3 y 4 del Proyecto IIRSA Sur.

III. ANÁLISIS.

III.1. La opinión formulada por OSITRAN sobre la propuesta formulada por el Concesionario

7. El artículo 8.35. del Contrato de Concesión correspondiente a los tramos 2, 3 y 4 del Proyecto IIRSA Sur, referido a la aplicación del mecanismo de ajuste por tasa de interés señala lo siguiente:

8.35.- Mecanismo de Ajuste por Variaciones en Tasas de Interés

El valor del PAO máximo calculado por PROINVERSIÓN ha sido determinado con una tasa de interés para la deuda de largo plazo equivalente al 7% efectivo anual. El CONCESIONARIO deberá considerar ésta tasa de interés en su modelo económico financiero, a que se refiere la Cláusula 3.11, sujeto a que de demostrarse incrementos en el promedio de la tasa de interés convenida por el CONCESIONARIO que superen el 7% anual, medido desde el inicio de las Obras de Construcción hasta el último año del período de pago del PAO, el CONCEDENTE deberá retribuir al CONCESIONARIO el diferencial que resulte en el pago del servicio de deuda con los Acreedores Permitidos por efecto del incremento de tasa, o buscar mecanismos que permitan al CONCESIONARIO mantener la tasa de interés fija en el plazo antes mencionado.

El procedimiento de ajuste podrá ser solicitado una sola vez al año por el CONCESIONARIO. Para ello, deberá enviar al REGULADOR la documentación sustentatoria que demuestre que el promedio de la tasa de interés medida desde el inicio de las Obras de Construcción hasta el mes anterior a la solicitud de ajuste supera el 7% anual.

La forma de retribución indicada en el primer párrafo de la presente cláusula será a través de pagos que realizará el CONCEDENTE a los seis (6) meses de haberse demostrado el incremento en la tasa de interés indicada en el párrafo anterior.

El CONCESIONARIO en cualquier momento y solamente una vez al año durante el período de pago del PAO tendrá derecho a solicitar al CONCEDENTE la revisión de la tasa de interés.

8. En las solicitudes formuladas por los Concesionarios de los tramos 2, 3, y 4 del Proyecto IIRSA Sur, la redacción propuesta por los mismos busca adaptar el procedimiento establecido en la Cláusula 8.35. al caso en que el cierre financiero se efectúe a una tasa de interés fija. La propuesta de redacción fue la siguiente:

8.35.- Mecanismo de Ajuste por Variaciones en Tasas de Interés

El valor del PAO máximo calculado por PROINVERSIÓN ha sido determinado con una tasa de interés para la deuda de largo plazo (**incluyendo pero sin limitarse a cualquier otra estructura de financiamiento como titularización o venta de obligaciones de pago**), equivalente al 7% efectiva anual. El CONCESIONARIO deberá considerar esta tasa de interés en su modelo económico financiero a que se refiere la Cláusula 3.11, sujeto a que de demostrarse incrementos en el promedio de la tasa de interés convenida por el CONCESIONARIO que superen el 7% anual, medido desde el inicio de las obras de Construcción hasta el último año del periodo de pago del PAO, el CONCEDENTE deberá retribuir al CONCESIONARIO el diferencial que resulte en el pago del servicio de deuda ~~con los Acreedores Permitidos~~ por efecto del incremento de la tasa mediante ajustes al valor del PAO, que serán calculados al momento de obtenerse el Cierre Financiero. Sin embargo, el monto de la retribución que hará el CONCEDENTE al CONCESIONARIO por concepto de incremento en el promedio de la tasa de interés no podrá exceder al que resulte de aplicar la Tasa Máxima de Retribución según el siguiente procedimiento.

1. Considerando el valor del PAO estipulado en la oferta económica del adjudicatario, así como el cronograma estimado de fechas de pago de PAO según la cláusula 8.23 del Contrato de Concesión, se calculará el Valor Presente Neto (VPN) de dicho cronograma de los PAO descontándolos a una tasa de 7% anual (VPN al 7%).
2. Se calculará un nuevo valor de PAO tal que, respetando el cronograma estimado de fechas de pago de PAO según la cláusula 8.23 del Contrato de Concesión, se obtenga un Valor Presente Neto igual al del punto 1 anterior utilizando para ello una tasa de descuento igual a la tasa de interés fija obtenida por la CONCESIONARIA al momento del Cierre Financiero o la Tasa Máxima de Retribución, la que sea menor.
3. El nuevo valor de PAO al que hace referencia el punto 2 anterior será el monto a ser pagado a la CONCESIONARIA, reemplazando de esta manera, el valor del PAO estipulado originalmente en la oferta económica del adjudicatario.
4. En el caso de que dicho Cierre Financiero sea realizado a través de una venta de obligaciones de PAO, para el cálculo del Valor Presente Neto mencionado en el punto 2 anterior, se considerará como tasa de interés la tasa de descuento utilizada para la venta de las obligaciones PAO o a la Tasa Máxima de Retribución, la que sea menor
5. Se entenderá como Tasa Máxima de Retribución la siguiente:

Tasa Máxima de Retribución = TLS + CDS + 2%

Donde:

TLS: corresponde a la tasa Libor Swap para una duración similar a la del financiamiento, cotizada al cierre de la sesión de los mercados a la fecha del Cierre Financiero según Bloomberg o Reuters o en ausencia de éstos, un sistema de información financiera equivalente;

CDS: corresponde al precio promedio del Credit Default Swap para la República del Perú para una duración similar a la del financiamiento, cotizada al cierre de la sesión de los mercados a la fecha del Cierre Financiero según Bloomberg o Reuters o en ausencia de éstos, un sistema de información financiera equivalente;

A dichos efectos, la CONCESIONARIA presentará al CONCEDENTE las condiciones financieras obtenidas en su Cierre Financiero acompañadas de los cálculos anteriormente descritos, junto con los documentos de los prestamistas o compradores de los CRPAO que evidencien dichas condiciones financieras.

Dentro de los diez (10) días calendarios siguientes a presentada la documentación antes señalada, el CONCEDENTE deberá aprobar el nuevo valor del PAO, previa opinión del REGULADOR. En caso el CONCEDENTE no se pronuncie dentro del plazo establecido se considerará el nuevo valor del PAO como aceptado por el CONCEDENTE.

En caso el CONCEDENTE no apruebe el nuevo valor del PAO, se considerará como una Controversia Técnica la cual será resuelta siguiendo el procedimiento establecido en el literal a) de la cláusula 16.11.

En el caso que el financiamiento sea establecido a tasa variable, el CONCESIONARIO solicitará el ajuste una vez al año. Para ello, deberá enviar al REGULADOR la documentación sustentatoria que demuestre que el promedio de la tasa de interés medida desde el inicio de las Obras de Construcción hasta el mes anterior a la solicitud de ajuste supera el 7%. La forma de retribución para el caso de una tasa de interés variable será a través de pagos que realizará el CONCEDENTE a los seis (6) meses de haberse demostrado el incremento de la tasa de interés.

Lo señalado en la presente cláusula no limitará bajo concepto alguno el derecho de los Titulares de los CRPAO de recibir las sumas reconocidas en dichos títulos conforme a los términos previstos en los mismos.

9. Esta propuesta fue objeto de análisis por parte de OSITRAN, en las secciones IV.32 del Informe N° 028-06-GRE-GAL/OSITRAN correspondiente al tramo 2 del Proyecto IIRSA Sur y la sección IV.31 de los Informes N° 029-06-GRE-GAL/OSITRAN y N° 030-06-GRE-GAL/OSITRAN, correspondientes al tramo 3 y 4 del citado Proyecto. Cabe mencionar que la propuesta del Concesionario del Tramo 4, presentó algunas variaciones de forma en la redacción, pero que sin embargo, no alteraban en absoluto el sentido de la propuesta formulada.

10. La redacción propuesta por OSITRAN en los tres informes aludidos, fue la siguiente:

8.35.- Mecanismo de Ajuste por Variaciones en Tasas de Interés

El valor del PAO máximo calculado por PROINVERSIÓN ha sido determinado con una tasa de interés para la deuda de largo plazo (incluyendo pero sin limitarse a cualquier otra estructura de financiamiento como titularización o venta de obligaciones de pago), equivalente al 7% efectiva anual. El CONCESIONARIO deberá considerar esta tasa de interés en su modelo económico financiero a que se refiere la Cláusula 3.11, sujeto a que de demostrarse incrementos en el promedio de la tasa de interés convenida por el CONCESIONARIO que superen el 7% anual, medido desde el inicio de las obras de Construcción hasta el último año del periodo de pago del PAO, el CONCEDENTE deberá retribuir al CONCESIONARIO el diferencial que resulte en el pago del servicio de deuda ~~con los Acreedores Permitidos~~ por efecto del incremento

de la tasa mediante ajustes al valor del PAO, que serán calculados al momento de obtenerse el Cierre Financiero. ~~Sin embargo,~~ El monto de la retribución que hará el CONCEDENTE al CONCESIONARIO por concepto de incremento en el promedio de la tasa de interés no podrá exceder al que resulte de aplicar la Tasa Máxima de Retribución según el siguiente procedimiento.

1. Para efectos de aplicación del mecanismo de ajuste de tasas de interés se considerará que el 85% de la obra es financiada a través de endeudamiento
2. El mecanismo de ajuste se aplicará con la emisión de cada CRPAO.
3. Considerando el 85% del valor de cada CRPAO emitido, se calcularán las cuotas anuales correspondientes a la deuda, utilizando la tasa de interés empleada en el cierre financiero o la tasa máxima de retribución, la que sea menor; asumiendo el calendario de pagos del PAO según la cláusula 8.23 del Contrato de Concesión.
4. Considerando el 85% del Valor de cada CRPAO emitido se calcularán las cuotas anuales correspondientes a la deuda, utilizando una tasa de interés del 7% y asumiendo el calendario de pagos del PAO según la cláusula 8.23 del Contrato de Concesión.
5. El nuevo valor de PAO será determinado sumándole al valor del PAO estipulado originalmente en el Contrato, la diferencia obtenida en las cuotas estimadas para el servicio de deuda en los numerales 3 y 4, anteriores.

6. Se entenderá como Tasa Máxima de Retribución la siguiente:

Tasa Máxima de Retribución = TLS + CDS + 2%

Donde:

TLS: corresponde a la tasa Libor Swap para una duración similar a la del financiamiento, cotizada al cierre de la sesión de los mercados a la fecha del Cierre Financiero según Bloomberg o Reuters o en ausencia de éstos, un sistema de información financiera equivalente;

CDS: corresponde al precio promedio del Credit Default Swap para la República del Perú para una duración similar a la del financiamiento, cotizada al cierre de la sesión de los mercados a la fecha del Cierre Financiero según Bloomberg o Reuters o en ausencia de éstos, un sistema de información financiera equivalente;

A dichos efectos, la CONCESIONARIA presentará al CONCEDENTE las condiciones financieras obtenidas en su Cierre Financiero acompañadas de los cálculos anteriormente descritos, junto con los documentos de los prestamistas o compradores de los CRPAO que evidencien dichas condiciones financieras.

Dentro de los treinta ~~(10)~~ 30 Días ~~calendarios~~ siguientes a presentada la documentación antes señalada, el CONCEDENTE deberá aprobar el nuevo valor del PAO, previa opinión del REGULADOR. ~~En caso el CONCEDENTE no se pronuncie dentro del plazo establecido se considerará el nuevo valor del PAO como aceptado por el CONCEDENTE.~~ En caso el Concedente no se pronunciara en los plazos previstos, se entenderá por denegada la solicitud.

~~**En caso el CONCEDENTE no apruebe el nuevo valor del PAO, se considerará como una Controversia Técnica la cual será resuelta siguiendo el procedimiento establecido en el literal a) de la cláusula 16.11.**~~

En el caso que el financiamiento sea establecido a tasa variable, el CONCESIONARIO solicitará el ajuste una vez al año. Para ello, deberá enviar al REGULADOR la documentación sustentatoria que demuestre que el promedio de la tasa de interés medida desde el inicio de las Obras de Construcción hasta el mes anterior a la solicitud de ajuste supera el 7%. La forma de retribución para el caso de una tasa de interés variable será a través de pagos que realizará el CONCEDENTE a los seis (6) meses de haberse demostrado el incremento de la tasa de interés.

Lo señalado en la presente cláusula no limitará bajo concepto alguno el derecho de los Titulares de los CRPAO de recibir las sumas reconocidas en dichos títulos conforme a los términos previstos en los mismos.

11. Como se mencionó en los informes elaborados por OSITRAN, el objetivo de la modificación solicitada consiste en precisar el mecanismo de ajuste de tasas de interés. Según el Contrato, los ajustes por este concepto, serían reembolsados por el Concedente al Concesionario a los seis meses de haberse demostrado el incremento de la tasa de interés. Según el Concesionario, la introducción del nuevo mecanismo busca establecer un procedimiento para el caso en que el cierre financiero se efectúe a una tasa fija, mediante ajuste en el PAO y no mediante pagos parciales cada seis meses. En los informes que contienen nuestra opinión técnica, OSITRAN concordó con la propuesta del Concesionario en el sentido de establecer un mecanismo como el descrito que establezca que la compensación por este concepto se efectúe vía un ajuste en el PAO y no mediante pagos parciales, sin embargo, se señaló que la oportunidad de cada ajuste deberá efectuarse al momento de emitir cada CRPAO.
12. Asimismo, la propuesta de los Concesionarios introdujo una tasa tope como mecanismo de compensación frente a la introducción de otras modificaciones tales como la aceleración parcial de pagos y el aumento de la tasa moratoria. OSITRAN, también concordó con dicha modificación.
13. Sin embargo, OSITRAN consideró que el procedimiento propuesto erróneamente utiliza como base para la aplicación del mecanismo de ajuste la totalidad del PAO, pues ello tenía el efecto de sobreestimar del ajuste necesario a fin de compensar al Concesionario por concepto de aumentos en el costo de su servicio de deuda.
14. La redacción que propuso OSITRAN tenía por objeto subsanar dicha falla, utilizando como referencia el Modelo Financiero utilizado por PROINVERSION. En dicho modelo se asume que los desembolsos de deuda se efectúan pari passu el 15% de aportes de capital del Concesionario. En tal sentido, OSITRAN opinó que no correspondía aplicar el mecanismo de ajuste sobre el 100% de la inversión sino sobre el 85% de la misma.
15. Por otro lado, OSITRAN introdujo modificaciones a los plazos para el pronunciamiento del Concedente, ampliando el período de aprobación de la solicitud de ajuste del Concesionario a 30 días útiles.

16. Finalmente, OSITRAN opinó en contra de que se aplique silencio administrativo ante el no pronunciamiento del Concedente, en los plazos previstos; dado que tratándose de compromisos económicos futuros para el Concedente, de carácter incondicional e irrevocable para todo el período de la Concesión, debería proceder el silencio administrativo negativo.
17. Como se verá más adelante, la solicitud de aclaración formulada por el MTC se refiere exclusivamente al tema de la aplicación de los porcentajes determinados en el Estudio contratado por PROINVERSIÓN, para efectos de la determinación del PAO. En tal sentido, el análisis se circunscribe exclusivamente a este punto tratado en los informes

III.2. La solicitud de aclaración del MTC

18. En su Oficio N° 859-2005-MTC/02 el MTC manifiesta que, el mecanismo de ajuste de la tasa de interés debe aplicarse únicamente y conforme a lo establecido en la cláusula 8.35 del Contrato de Concesión vigente, sobre el diferencial que resulte en el pago del servicio de deuda por efecto del incremento de la tasa. En este sentido, el MTC, suscribe la posición de OSITRAN de no considerar el 100% del PAO a efectos de efectuar el cálculo del reajuste por tasa de interés.
19. No obstante lo anterior, señala el MTC que la propuesta de redacción planteada, que establece que, para efectos del ajuste de las tasas de interés, se asumirá que el 85% de la obra se financia con deuda; podría exponer al Estado a la obligación de realizar ajustes mayores al porcentaje de financiamiento efectivamente contraído por el Concesionario, como sería el caso de la Línea de Crédito de Enlace de la CAF, el mismo que prevé un financiamiento máximo de 80% del monto de inversión asociado al CAO.
20. Por otro lado, señala que ni el MTC ni los Concesionarios de los tres tramos (según lo manifestaron) han tenido conocimiento del documento "Modelo de Determinación del PAO" elaborado por Corporación Financiera Del Valle (2005) por encargo de PROINVERSION, en el cual se considera el supuesto de aportes de capital del 15% pari passu con los desembolsos de deuda. Asimismo, señala que sólo luego de recibir de OSITRAN los informes de la referencia, el MTC ha tomado conocimiento de su existencia.
21. Al respecto, el MTC reitera que establecer anticipadamente el porcentaje de deuda de los Concesionarios, podría presentar situaciones en las que el Estado realizaría mayores desembolsos por concepto de ajuste por variaciones de tasa de interés que aquellos que realmente deberían efectuarse.
22. El MTC acompaña a su Oficio, una nueva propuesta de redacción de la Cláusula 8.35. Dado que no es el objeto del presente informe opinar sobre dicha propuesta, puesto que la opinión sobre la solicitud de Adenda ya fue oportunamente efectuada por OSITRAN, a continuación sólo se responden las inquietudes y observaciones formuladas por el MTC.

III.3. Precisiones y aclaraciones sobre la opinión del OSITRAN

23. La principal observación efectuada por OSITRAN al procedimiento propuesto por el Concesionario, consistió en que existe un error conceptual al equiparar el valor del endeudamiento requerido para ejecutar las obras al valor total de las mismas. En efecto, en todo proyecto, las fuentes de financiamiento suelen ser dos: aportes de capital propio y deuda. Así, en opinión de OSITRAN, la fórmula propuesta por el Concesionario, al considerar dentro del mecanismo de ajuste el 100% del valor de la obra, omitía la inclusión del capital propio dentro de la estructura de financiamiento, con el consiguiente efecto de incrementar la base sobre la cual se debería efectuar la compensación, en caso la tasa de interés obtenida por el Concesionario en el mercado, superase el umbral de 7% establecido en el Contrato.

24. En este contexto, resultaba importante analizar los antecedentes que sirvieron de sustento para el cálculo del PAO, aprobado y finalmente establecido en los contratos. Es así, que se obtuvo de PROINVERSION el estudio realizado por la Corporación Financiera del Valle (2005) "Modelo de Determinación del PAO", el mismo que explicaba de qué manera se fijó dichos montos en el contrato y que supuestos se utilizaron. Los principales supuestos planteados por dicho estudio figuran en su pagina 6 y fueron los siguientes:

"b. Financiación

Las condiciones y los supuestos para la proyección del escenario de financiación son los siguientes:

- *Financiación 100% en USD*
- *Plazo: 15 años, 4 de gracia*
- *Tasa de interés: 7% anual*
- *Comisión Cierre Financiero: 1% sobre los recursos desembolsados*
- *Aportes de Capital: 15% - pari passu con los desembolsos de deuda."*

25. Cabe mencionar que dicha propuesta, al ser de carácter no vinculante, pretendía brindar pautas a fin de reducir los costos de transacción entre las partes, a la vez que garantizar el mantenimiento del equilibrio económico del Contrato de Concesión. En tal sentido, en caso las partes consideren que el Estudio de Corporación Financiera del Valle, no constituye una buena referencia, tienen la potestad de acordar fórmulas alternativas; **siempre que éstas guarden concordancia con el precepto de que el Contrato sólo establece mecanismos de compensación para la deuda y no para otras fuentes de financiamiento del proyecto.** El hecho de que el Estudio de Corporación Financiera del Valle, no haya sido conocido por las partes firmantes del Contrato¹, puede sin duda constituir un elemento determinante en la elaboración de una nueva fórmula que finalmente acuerden las partes.

¹ Consultados respecto a si efectivamente dicho estudio fue puesto en conocimiento de los postores, funcionarios de PROINVERSION confirmaron que ello no ocurrió.

26. No obstante lo anterior, respecto del riesgo manifestado por el MTC, de que la fórmula planteada por OSITRAN se traduzca en niveles de compensación al Concesionario, mayores a los correspondientes a la deuda, conviene indicar que ello podría fácilmente evitarse asumiendo un porcentaje máximo de financiamiento con deuda, por encima del cuál no procedería compensación.
27. Asimismo, no resulta válido el argumento formulado por el MTC que utiliza como referencia de estructura de capital/deuda a ser tomada en cuenta para efectos del mecanismo de ajuste de tasa de interés, a las exigencias planteadas por la CAF en el caso de la Línea de Crédito de Enlace (LCE). Ello debido a que la LCE, constituye financiamiento de corto plazo, mientras el mecanismo de ajuste de tasas de interés sólo es aplicable a la deuda de largo plazo destinada a financiar las obras.

VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.

1. La propuesta formulada por OSITRAN, al ser de carácter no vinculante, ha pretendido brindar pautas a fin de reducir los costos de transacción entre las partes, a la vez que garantizar el mantenimiento del equilibrio económico del Contrato de Concesión. En tal sentido, en caso las partes consideren que el Estudio de Corporación Financiera del Valle, no constituye una buena referencia para determinar la estructura capital/deuda de los Proyectos, tienen la potestad de acordar fórmulas alternativas; siempre que éstas guarden concordancia con el precepto de que el Contrato sólo establece mecanismos de compensación para la deuda y no para otras fuentes de financiamiento del Proyecto.
2. El hecho de que el Estudio de Corporación Financiera del Valle, no haya sido conocido por las partes firmantes del Contrato, puede sin duda constituir un elemento determinante en la elaboración de la fórmula de redacción que finalmente acuerden las partes.
3. Se recomienda elevar el presente informe a fin de que el mismo sea sometido a aprobación del Consejo Directivo de OSITRAN.

Atentamente,

GONZALO RUIZ DÍAZ
Gerente de Regulación

FELIX VASI ZEVALLOS
Gerente de Asesoría Legal