

## Fideicomiso PPP RARS

Programa PPP: Red de autopista y rutas seguras - Etapa 1  
 Informe especial

Índice	pág.
Introducción	1
Características del esquema	1
Fideicomiso PPP RARS	3
Recursos	4
Obligaciones	6
GBS: Experiencias regionales	9
Anexo A: Red de autopista y rutas seguras	11
Anexo B: Régimen legal de los contratos PPP	19

### Introducción

El objetivo del informe especial es describir y analizar el esquema de financiamiento y pago propuesto para la “Etapa I del Programa de PPP: Red de Autopistas y Rutas Seguras” (“RARS”), qué ejemplos hay en la región y qué antecedentes hay en la Argentina. Este esquema, aunque novedoso para la Argentina, toma la experiencia de Perú, Colombia y Panamá para el financiamiento de obras de infraestructura en donde los inversores no están expuestos al riesgo de finalización y/o de operación del proyecto.

Esto se logra mediante la emisión de certificados contra el avance de las obras que luego son abonados de acuerdo a un cronograma de pagos por un ente público o por la asignación de un determinado flujo de impuestos y cuyo pago no está condicionado a la finalización o desempeño del proyecto. Para financiar las obras, los contratistas crean estructuras financieras cuyos activos subyacentes serán los certificados emitidos; Fitch Ratings (“Fitch”) se refiere a estas estructuras financieras como Títulos Respaldados por el Gobierno (“Government-Backed Securities” o “GBS”).

El análisis de FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo (afiliada de Fitch Ratings) (“FIX o la “calificadora”) se centra en la calidad crediticia del Fideicomiso Individual PPP Red de Autopistas y Rutas Seguras (“Fideicomiso PPP RARS” o el “fideicomiso”) y la capacidad de hacer frente a sus compromisos. El análisis no incluye las estructuras financieras y/o emisiones específicas que realicen los contratistas que resulten adjudicatarios de los corredores viales para financiar las obras debido a la multiplicidad de las mismas.

En el Anexo A, se describe y analiza la Etapa I de RARS; en el Anexo B, se analizarán algunos aspectos de la normativa argentina de PPP versus las lecciones aprendidas en el mundo.

### Características del esquema

**Riesgo crediticio vinculado al Soberano:** el Estado Nacional se obliga a aportar los fondos necesarios, en la moneda y en la periodicidad establecida (“aporte contingente”), para cubrir cualquier deficiencia en las cuentas de reserva de TPI y TPD del Fideicomiso PPP RARS. Este compromiso incluye lograr las afectaciones presupuestarias necesarias. Las obligaciones de pago del Fideicomiso PPP RARS no son considerados deuda pública, no hay incumplimiento cruzado (“cross-default”) con el soberano y no son acelerables en caso de incumplimiento. Los fondos de reserva del fideicomiso y del Fideicomiso de Infraestructura Vial mitigan el riesgo presupuestario y variaciones en los flujos cedidos hasta ejecutar el aporte contingente.

**Fondos con asignación específica y otras mejoras crediticias:** el Fideicomiso PPP RARS, a constituirse, tendrá la asignación específica de los fondos del Fideicomiso Sistema Vial Integrado (“SISVIAL”). Adicionalmente, de corresponder, se nutrirá del depósito de una porción de los ingresos por peajes de los corredores viales, y del aporte contingente del Estado Nacional. Los fondos asignados al fideicomiso son irrevocables hasta la cancelación total de las obligaciones del mismo. El fideicomiso deberá tener, el 31 de marzo de cada año, fondos de reserva para el pago de los próximos 2 servicios de TPI y TPD a vencer.

**Límites al endeudamiento del fideicomiso:** se podrán incorporar nuevas obligaciones de pago siempre y cuando la proyección del flujo disponible represente un 105% de las mismas.

#### Informes relacionados

[Argentina's Transportation Infrastructure Development Supported by GBS, May. 17, 2018](#)

[Understanding Government-Backed Securities in Latin America; Sep. 9, 2014](#)

[Global PPP Lessons Learned, Oct. 10, 2013](#)

#### Disponibles en:

[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

[www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

#### Analistas

Mauro Chiarini  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8140  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

Asimismo, se podrán desafectar fondos del SISVIAL siempre que los fondos remanentes representen 1,05x (veces) las obligaciones de pago y que la reasignación de estos fondos sea a otro fideicomiso PPP vial. Los ratios de cobertura resultan ajustados aunque los fondos de reserva mitigan los plazos hasta el aporte contingente.

**Menor correlación del SISVIAL con precios de los combustibles:** FIX estima que los flujos anuales asignados al SISVIAL estarían alrededor de los USD 860 millones. Producto de las modificaciones impositivas, el gravamen sobre los combustibles líquidos y al dióxido de carbono pasó a ser un monto fijo -ajustable por el Índice de Precios al Consumidor ("IPC") en forma trimestral- por litro o kilogramo, según corresponda. Esto reduce la correlación entre el flujo del SISVIAL y el precio del petróleo y haciéndolo más sensible a variaciones del tipo de cambio real. Para cubrir eventuales disminuciones temporales de los recursos del Fideicomiso de Infraestructura de Transporte, el Gobierno estableció una reserva de liquidez a fondearse con el 1,5% de los impuestos mencionados asignados al mismo.

**Pagos por inversiones no condicionados a la finalización del proyecto:** los Títulos Por Inversión ("TPI") que se emitirán a medida que se logre un hito de inversión, dan a su beneficiario un derecho incondicional e irrevocable a recibir los pagos por inversión del Fideicomiso PPP RARS. Los TPI, pueden ser fijos o variables -dependiendo las garantías que provea el contratista PPP-, poseen un cronograma de amortización semestral determinado, estarán denominados y son pagaderos en dólares estadounidenses ("dólar" o "USD") y no devengan intereses, salvo incumplimiento en el pago de los mismos.

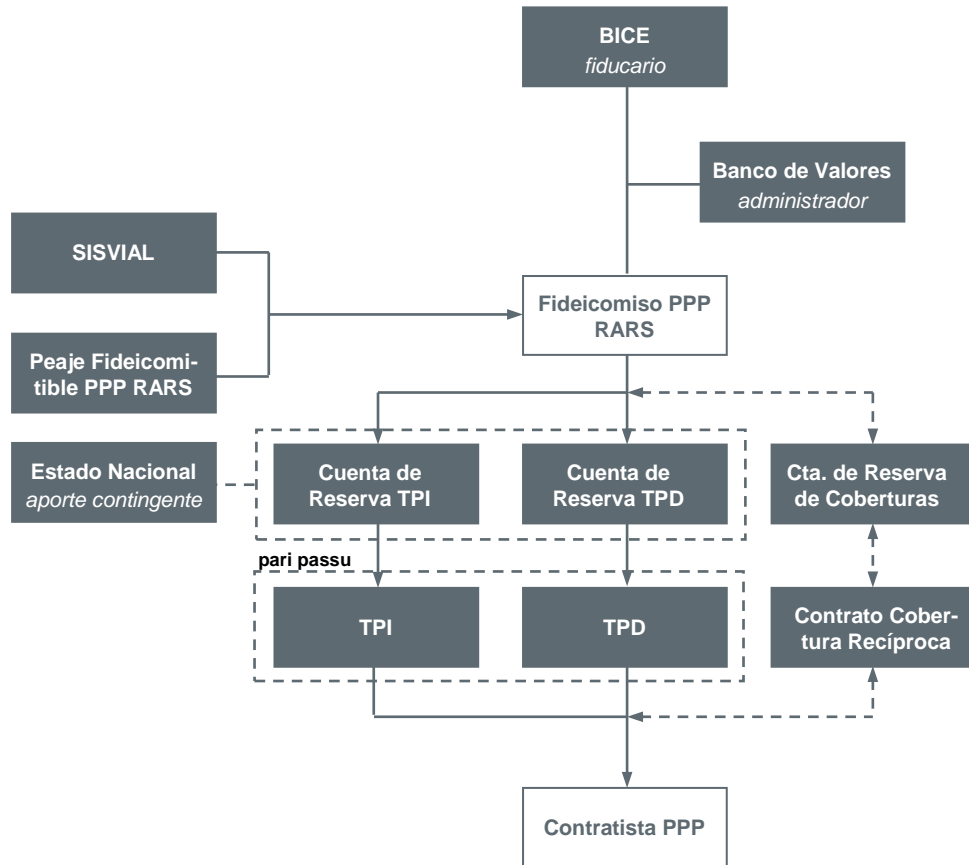
**Pagos por disponibilidad vinculados a la posibilidad de uso y calidad de la infraestructura:** los Títulos por Disponibilidad ("TPD"), de corresponder, se emitirán mensualmente y están atados a la disponibilidad y calidad de la infraestructura. Serán pagados por el Fideicomiso PPP RARS, estarán denominados en pesos ("\$\$") con vencimiento a los 15 días hábiles de emitidos. El monto a emitir es ajustado por una fórmula paramétrica que considera la evolución de los principales costos de Operación y Mantenimiento ("O&M") de la infraestructura. Los TPD, o de acordarse el pago con TPI, se usarán para pagar por obras adicionales -tanto obligatorias como voluntarias- a las detalladas originalmente en los pliegos.

**Peajes para cubrir costos operativos:** los ingresos por peajes principalmente serán utilizados para cubrir los costos de O&M de la infraestructura. Un porcentaje de los ingresos por peaje podrán ser asignados a fondear el Fideicomiso PPP RARS en aquellos corredores viales cuyos ingresos por peaje estén por arriba de lo necesario para la O&M del mismo. Por el contrario, en aquellos que el tránsito no sea lo suficiente o se determine la inconveniencia de cobrar peaje, se podrá determinar un pago por disponibilidad. El valor de los peajes será ajustado semestralmente por una fórmula paramétrica.

**Incentivos a la finalización de las obras, modificaciones:** parte de los peajes que tendrá derecho a cobrar el contratista PPP del corredor vial está condicionado a la finalización de las obras. El incumplimiento en la ejecución más de un 20% en la ejecución de las obras respecto del plan de obras principales es una causal de extinción del contrato. El ente contratante tiene la facultad de modificar o requerir obras adicionales obligatorias por hasta el 20%, en más o en menos, sobre el valor total del contrato. Se podrán solicitar obras adicionales voluntarias; en ambos casos se deberá acordar la retribución de estas obras y a partir de determinados montos, se realizará hacer una licitación o concurso de precios privada.

**Mejor posibilidad de negociación obras adicionales hacia el final del contrato:** la separación del pago de las obras vía TPI y que el peaje cubra principalmente los costos operativos, resulta en una mejor posibilidad de negociación de obras adicionales hacia el final del contrato de PPP ya que las mismas no están atadas al repago por la explotación de la ruta.

**Gráfico #1**  
**Estructura del Fideicomiso PPP RARS**



Fuente: FIX en base a los documentos de licitación

## Fideicomiso PPP RARS

El presupuesto nacional para el 2018 (Ley 27.431) autoriza la contratación de obras y la adquisición de bienes y servicios por plazos que exceden el 2018 por un monto de \$ 2,2 billones. No se proyectan los recursos para el pago de las mismas, aunque si se crea el Fideicomiso PPP, el cual podrá constituirse como un único fideicomiso y/o fideicomisos individuales con el objetivo, entre otros, la de efectuar y/o garantizar pagos de contratos de PPP. El decreto 153/2018, reglamenta la creación de estos fideicomisos.

En el esquema de pago de las obras y financiamiento de los proyectos propuesto por la Subsecretaría de Participación Público Privada (“SPPP”) y la Dirección de Vialidad Nacional (“DVN”) para la “Etapa I del Programa de PPP: RARS” dentro del Programa de Participación Público Privada (“PPP”) el Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. [“BICE”; calificado en ‘AAA(arg)/Estable/A1+(arg)’ por FIX] será el fiduciario y organizador del Fideicomiso PPP RARS; el Banco de Valores S.A. [‘A1+(arg)’ por FIX] actuará como administrador.

El patrimonio fideicomitado estará integrado por la cesión de los flujos correspondientes: i) al SISVIAL; ii) a la contraprestación fideicomitible PPP RARS (peajes); iii) el aporte contingente del Estado Nacional; iv) cualquier otra clase de ingresos que decida destinar el Poder Ejecutivo Nacional o el Poder Legislativo y v) demás bienes y/o ingresos afectados al fideicomiso. El fideicomiso tendrá una extensión total de 30 años y la cesión es irrevocable hasta la cancelación total de las obligaciones asumidas por el fideicomiso.

El fideicomiso emitirá y pagará los TPI, fijos y variables, y los TPD. Asimismo, será el proveedor de un contrato de cobertura recíproca del tipo de cambio real, a aquellos contratistas que voluntariamente decidan tomarlo. Los TPI y TPD son *pari passu* por lo que tienen igualdad de tratamiento en el pago.

Se podrán incorporar nuevas obligaciones de pago siempre y cuando la proyección del flujo disponible represente un 105% de las mismas. Asimismo, se podrán desafectar fondos del SISVIAL siempre que los fondos remanentes representen 1,05x las obligaciones de pago y que la reasignación de estos fondos sea a otro fideicomiso PPP vial.

La estructura contará con fondos de reserva para cubrir cualquier volatilidad en los flujos, el riesgo presupuestario de las partidas y/o el aporte contingente.

## Recursos

### Ingresos

Como se observa en el Gráfico #1, el Fideicomiso PPP RARS, va a tener dos fuentes de ingresos recurrentes, i) a partir del 01.01.2020, el 100% de la asignación específica del SISVIAL; y ii) desde la fecha de suscripción de los contratos de PPP, la porción del peaje de los corredores viales que se encuentra fideicomitada. El SISVIAL representa un 95,5% de los ingresos estimados y, en conjunto, los recursos suman un promedio de USD 900 millones por año de acuerdo a estimaciones de FIX.

El fideicomiso también podría tener ingresos por el contrato de cobertura recíproca relacionado a la evolución del tipo de cambio real; sin embargo, se estima que los mismos no serán significativos respecto a los otros recursos asignados, sumado a que depende de la decisión de las empresas contratistas de tomarlo.

**SISVIAL:** mediante el Decreto 976/01 se establece la tasa sobre el gasoil y conjuntamente con los Decretos 1.377/01, 652/02 y 301/04, se crea el Sistema de Infraestructura de Transporte ("SIT"), que incluye el SISVIAL y el Sistema Integrado de Transporte Terrestre ("SITRANS"). El SITRANS, incluye el Sistema Ferroviario Integrado ("SIFER") y el Sistema Integrado de Transporte Automotor ("SISTAU"). El SIT tiene como objetivo el desarrollo de proyectos de infraestructura y/o eliminación o reducción de peajes, compensaciones tarifarias a empresas de transporte, subsidios e inversiones al sistema ferroviario.

Luego de las modificaciones impositivas introducidas por la Ley 27.430, los recursos asignados al SIT provienen de un monto fijo, ajustable trimestralmente por el IPC, sobre los combustibles líquidos y al dióxido de carbono en vez de un porcentaje sobre el precio del gasoil. Adicionalmente, se modificaron los porcentajes cedidos a cada uno de los subsistemas del SIT (ver tabla #1).

Los cambios mencionados, a estimación de FIX, implican un incremento de los fondos asignados al SISVIAL aunque el total de los flujos del SIT se mantiene en similares valores que los anteriores. Según las estimaciones de FIX, el SIT tendría una asignación anual total de USD 1,9 mil millones, de los cuales USD 860 millones corresponden al SISVIAL.

**Tabla #1**

### Impuesto sobre los combustibles líquidos y al dióxido de carbono

Impuesto sobre los combustibles líquidos y al dióxido de carbono		Sistema de Infraestructura de Transporte (SIT)		
Distribución		SITRANS		
Entidad	%	SISVIAL	SISTAU	SIFER
Fideicomiso de Infraestructura de Transporte (Dto. 976/01)	28,58%	50,00%	32,50%	17,50%
Compensación Transporte Público (Dto. 652/02)	2,55%	0,00%	65,00%	35,00%

**Fuente:** FIX en base a la Ley 27.430

Sin embargo, la nueva estructura impositiva, reduce la correlación entre el flujo del SISVIAL y el precio del petróleo y haciéndolo más sensible a variaciones del tipo de cambio real. Para cubrir eventuales disminuciones temporales de los recursos del Fideicomiso de Infraestructura de Transporte, el Gobierno estableció una reserva de liquidez a fondearse con el 1,5% de los impuestos mencionados asignados al SIT.

**Peajes:** una porción de los peajes de los corredores viales “E” y “Sur” deberán ser depositados en el fideicomiso (contraprestación por tránsito fideicomitible PPP RARS). De acuerdo a los cálculos de la calificadora, esto implicaría un flujo de aproximadamente \$ 800 millones por año y servirían principalmente para el pago de los TPD.

La tarifa de los peajes en cada una de las estaciones de cobro fue determinada por la DNV para los próximos años. A partir del 01.01.2020, se ajustará semestralmente por una fórmula paramétrica que pondera la variación de los principales costos de operación y mantenimiento.

### Aporte contingente

El Estado Nacional, a través del Ministerio de Transporte, se compromete a que el 31 de marzo de cada año a realizar el aporte de fondos necesario para que las cuentas de reserva de TPI y TPD se encuentren fondeadas en su totalidad de acuerdo a los cálculos efectuados el 15 de agosto del año anterior. El Estado Nacional deberá realizar los procedimientos presupuestarios necesarios para poder cumplir con esta obligación.

Esta obligación se encuadra dentro de las denominadas garantías unilaterales (artículo 1810 del Código Civil y Comercial) en donde el emisor de la garantía se obliga a dar cumplimiento y pagar las obligaciones de otro. Esta obligaciones es irrevocable y en caso de incumplimiento por parte del Estado Nacional de realizar el aporte contingente, cualquiera de las partes involucradas tendrá derecho a reclamarlo mediante el procedimiento de resolución de controversias.

### Cuentas de reserva. Garantía de solvencia

Las cuentas de reserva tienen el objeto de ser una reserva de liquidez para cubrir las obligaciones de pago del fideicomiso ante variaciones de los flujos asignados al fideicomiso o para cubrir los procesos de aprobación del presupuesto y/o reasignación de partidas presupuestarias. Las siguientes serán abiertas en el Banco de Valores y a la orden indistinta del BICE, como fiduciario, y del Banco de Valores, como administrador del fideicomiso.

**Cuenta de reserva TPI y cuenta de reserva TPI variable:** por un monto igual a los próximos 2 servicios de pago y otros pagos relacionados a los TPI fijos y variables, respectivamente. Las cuentas serán en dólares y deberán estar totalmente fondeadas el 31 de marzo de cada año.

**Cuenta de reserva TPD:** por un monto igual a los próximos 2 servicios de pago y otros pagos relacionados a los TPD. La cuenta será en pesos y deberá estar totalmente fondeada el 31 de marzo de cada año.

**Cuenta de reserva de coberturas:** tiene como objeto garantizar las obligaciones de pago del fideicomiso asumidas bajo los contratos de cobertura recíproca. Se constituirá en dólares por un monto mínimo de USD 50 mil.

Los fondos líquidos del fideicomiso deberán ser invertidos en inversiones permitidas de acuerdo al manual de inversiones a ser elaborado entre el BICE y el Banco de Valores. Asimismo, el Estado Nacional garantiza la solvencia de las cuentas de reserva toda vez que las mismas sean abiertas en el Banco de Valores como administrador del fideicomiso.

**Tabla #2**  
**Títulos por Inversión y por Disponibilidad: términos y condiciones**

Concepto	TPI		TPD
	Fijo	Variable	
Emisor y pagador:	Fideicomiso PPP RARS		
Frecuencia de emisión:	Trimestral		Mensual
Monto a emitir (% sobre el avance de obras principales):	Con garantía a primer requerimiento	100%	0%
	Con seguro de caución	85%	15%
Sujeto a descuentos por multas o sanciones:	No	Si	Si
Moneda de denominación y pago:	USD		\$
Frecuencia de pago:	Semestral		Mensual
Fechas de pago:	15 de mayo y 15 de noviembre		15 días hábiles de emitido
Primer fecha de pago:	Grupo I (emitidos durante el 1 <sup>er</sup> y 2 <sup>do</sup> año del contrato de PPP)	15 de noviembre de 2020	
	Grupo II (emitidos durante el 3 <sup>er</sup> año del contrato de PPP)	15 de noviembre de 2021	
	Grupo III (emitidos durante el 4 <sup>er</sup> año del contrato de PPP)	15 de noviembre de 2022	
	Grupo IV (emitidos durante el 5 <sup>er</sup> año del contrato de PPP)	15 de noviembre de 2023	
	Grupo V (emitidos con posterioridad a los anteriores grupos)	Inmediata siguiente a emitidos	
Cantidad de cuotas de capital	20	20	1
Devengamiento de intereses	No, excepto en el caso de incumplimiento del pago		
Legislación aplicable	Argentina		
Poseen oferta pública	Sí		
Preferencia respecto de otras obligaciones del Fideicomiso PPP RARS	Pari passu		

**Fuente:** FIX en base a los documentos de la licitación y la ley 27.431

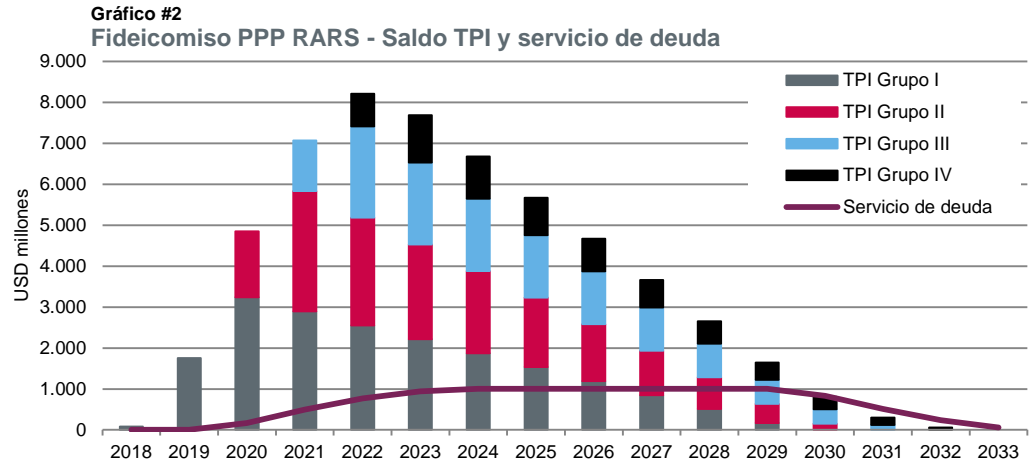
## Obligaciones

FIX entiende que la calidad crediticia de las obligaciones de pago del Fideicomiso PPP RARS está vinculada al Estado Nacional debido a la asignación de los recursos del SISVIAL y al compromiso del aporte contingente para fondar las cuentas de reserva en caso de ser necesario. Sin embargo, las obligaciones de pago del fideicomiso no serán consideradas deuda pública por el Estado Nacional, no hay incumplimiento cruzado (“cross-default”) con el soberano y no son acelerables en caso de incumplimiento. Los fondos de reserva del fideicomiso y del Fideicomiso de Infraestructura Vial mitigan el riesgo presupuestario y variaciones en los flujos cedidos hasta ejecutar el aporte contingente.

Las principales obligaciones del fideicomiso son el pago de los TPI y TPD a ser emitidos, cuyos términos y condiciones se detallan en la tabla #2. En el gráfico #2, se estiman el saldo de los TPI por Grupo y el servicio de deuda anual, que llegaría a USD 1.006 millones para el año 2024. Los cálculos fueron realizados por FIX considerando las ofertas económicas conocidas el 17.05.2018 para la Etapa 1 de la RARS (ver tabla #3). Resta saber quiénes serán designados como ganadores ya que si bien hay un límite máximo de dos proyectos por oferente, estos podían ofrecer descuentos en caso de lograr dos proyectos o limitarse a uno solo o hasta retirar la oferta. Asimismo, habrá que considerar la compensación del valor ofertado de TPI por variación del riesgo país (ver sección “Cierre financiero”).

FIX estima que hasta el 2022 los recursos anuales asignados al fideicomiso serían suficientes para pagar sus obligaciones sin hacer uso del aporte contingente. Para el año 2023 en adelante, el Gobierno Nacional debería estar realizando el aporte contingente o incrementar el porcentaje de los impuestos a los combustibles líquidos y al dióxido de carbono asignados al SISVIAL para





**Fuente:** Cálculos y supuestos de FIX en base a las ofertas económicas

cubrir los recursos necesarios para el pago de las obligaciones del Fideicomiso PPP RARS relacionadas con la Etapa 1 de la Red de autopistas y rutas seguras.

**TPI:** se emitirán a medida que se logre un hito de inversión, dan a su beneficiario un derecho incondicional e irrevocable a recibir los pagos por inversión del Fideicomiso PPP RARS. Los TPI, pueden ser fijos o variables -dependiendo las garantías que provea el contratista PPP-, poseen un cronograma de amortización semestral determinado, estarán denominados y son pagaderos en dólares. No devengan intereses, salvo incumplimiento en el pago de los mismos.

**TDP:** de corresponder, se emitirán mensualmente y están atados a la disponibilidad y calidad de la infraestructura. Serán pagados por el Fideicomiso PPP RARS, estarán denominados en pesos con vencimiento a los 15 días hábiles de emitidos. No devengan intereses, salvo incumplimiento en el pago de los mismos. El monto a emitir es ajustado por una fórmula paramétrica que considera la evolución de los principales costos de O&M de la infraestructura.

Los TPD, o de acordarse el pago con TPI, se usarán para pagar por obras adicionales -tanto obligatorias como voluntarias- a las detalladas originalmente en los pliegos.

**Contrato de cobertura recíproca:** al momento de presentar las ofertas, los oferentes pueden

**Tabla #3**

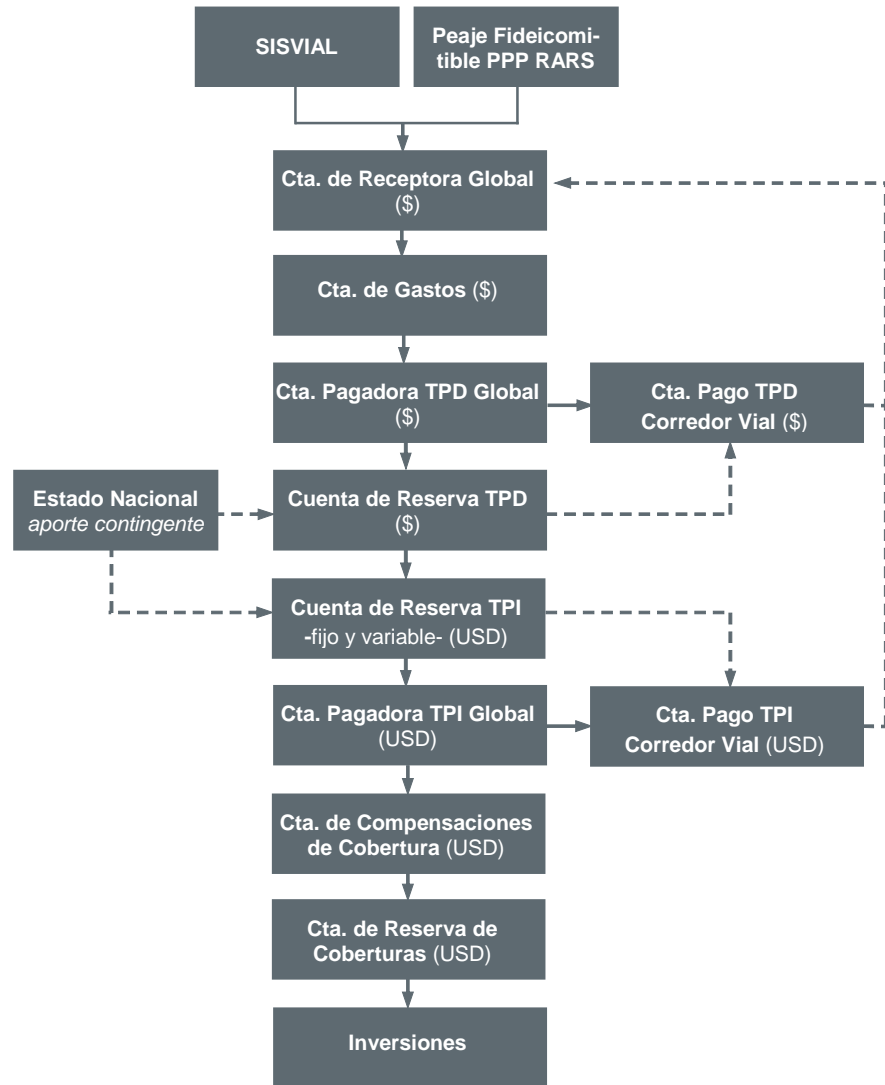
### Etapa 1: Red de autopista y rutas seguras – Ofertas económicas

Valor Actual – USD millones

Oferente	Corredor Vial					
	A	B	C	E	F	SUR
Helpport S.A. – Pandile SAICFel – SA Obras y Servicios COPASA (España) Eleprint S.A.	1.100	1.603	799	1.010	722	807
CI GRODCO Ingenieros Civiles SAS (Colombia) – CRZ Construcciones S.A. – Grupo Alberdi S.A.	1.474	-	-	-	-	-
Rovella Carranza S.A. – JCR S.A. – MOTA-ENGIL Latin America B.V. (Portugal)	-	827	701	-	-	699
CCA Civil Panama S.A. (China) Green S.A.	1.451	1.175	886	-	1.509	-
Jose Cartellone Construcciones Civiles S.A.	994	-	801	-	1.684	-
Paolini Hnos. S.A. – Vial Agro S.A. – INC SpA (Italia)	1.002	-	-	-	-	-
Benito Roggio e Hijos S.A. – José J. Chediack S.A.I.C.A.	1.740	1.739	1.641	-	2.624	1.652
SACDE Sociedad Argentina de Construcción y Desarrollo Estratégico S.A. – ODS S.A. – Groundwork Development LLC (EEUU)	-	-	-	1.573	1.623	-
MSU Infraestructura S.A. – UCSA S.A. – Inversiones PPP S.A.U.	1.799	1.648	2.141	-	-	1.946
TECHINT Compañía Internacional SACI – ACCIONA Concesiones S.L. (España)	1.576	1.373	1.292	-	-	-

**Fuente:** DNV

**Gráfico #3**  
**Cascada de pagos del Fideicomiso PPP RARS desde el 1 de enero de 2020**



Fuente: FIX en base al contrato de fideicomiso borrador

optar por celebrar un contrato derivado con el Fideicomiso PPP RARS por el cual fijará el tipo de cambio real \$/USD al momento de la adjudicación y por el período de construcción de las obras principales.

Si al momento de emisión de un TPI:

- i) El tipo de cambio real es menor al 90% al tipo de cambio real al momento de la adjudicación (apreciación real del peso frente al dólar) el contratista deberá pagar al fideicomiso.
- ii) El tipo de cambio real es mayor o igual al 90% y menor o igual al 100% al tipo de cambio real al momento de la adjudicación, no hay compensación entre las partes.
- iii) El tipo de cambio real es mayor al 110% al tipo de cambio real al momento de la adjudicación (depreciación real del peso frente al dólar) el fideicomiso deberá pagar al contratista.

El monto de la compensación resulta de multiplicar los puntos porcentuales por debajo o por arriba, según corresponda, de los límites fijados por el monto del TPI a emitir por un factor. Este



factor será de 0 a 0,6 y deberá ser informado por el contratista al comunicar su intención de suscribir el contrato de cobertura recíproca.

Debido a la naturaleza del contrato de cobertura recíproca, ninguna de las partes podrá ceder sus derechos y obligaciones dentro del mismo sin el consentimiento previo de la otra parte.

## Límite al endeudamiento

El Estado Nacional podrá incorporar obligaciones de pago de nuevos corredores viales y contratos de cobertura recíproca, siempre y cuando mediante un informe de un estudio de auditoría que se indique que los recursos aplicados al fideicomiso, excluyendo el aporte contingente, representen un 105% de las obligaciones de pago exigibles y las que se incorporen.

El BNA, como fiduciario del SIT, podrá reducir fondos del SISVIAL a transferir al fideicomiso siempre que los fondos remanentes representen 1,05x (veces) las obligaciones de pago, lo montos de reserva TPI, TPD y que la reasignación de estos fondos sea a otro fideicomiso PPP vial.

Los ratios de cobertura resultan ajustados aunque los fondos de reserva, tanto a nivel fideicomiso como a nivel del SIT, mitigan la volatilidad que pueden tener los flujos ante movimientos bruscos del tipo de cambio y hasta la ejecución del aporte contingente, en caso de necesitarse.

## Informes relacionados

### Perú

[Lima Metro Line 2 Finance Limited \(Junio 2015\)](#)

[Peru Payroll Deduction Finance Limited \(Mayo 2012\)](#)

[Taboada Finance Limited Senior Secured Notes Series 2011-1, 2011-2 and 2011-3 \(Abril 2011\)](#)

[Interoceanica V Finance Ltd. \(Septiembre 2008\)](#)

[Interoceanica IV Finance Limited — Intersur \(Abril 2007\)](#)

[IIRSA Norte Finance Limited \(Julio 2006\)](#)

[Peru Enhanced Pass-Through Finance Limited — IIRSA Sur \(Diciembre 2006\)](#)

### Colombia

[Patrimonio Autonomo T4G C1 \(Junio 2014\)](#)

### Panamá

[SPARC EM SPC for the Account of Panama Metro Line 2](#)

### Disponibles en:

[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

### Argentina

[Energía Córdoba I](#)

### Disponibles en:

[www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

## Government-Backed Securities: Experiencias regionales

Perú, Colombia y Panamá han creado esquemas similares para el financiamiento de obras de infraestructura en donde los inversores no están expuestos al riesgo de finalización y/o de operación del proyecto. El riesgo de crediticio de la transacción se encuentra vinculado a la capacidad y voluntad del soberano para cumplir con los pagos comprometidos.

La fortaleza del compromiso del soberano está dada por la claridad y el reconocimiento de la obligación, los aspectos legales, la historia del gobierno para registrar y el mecanismo para incorporar la obligación de pago en presupuestos plurianuales, el reconocimiento de la obligación en los estados financieros del país y el tratamiento que terceras partes hagan de este compromiso.

Bajo estos esquemas, Fitch ha calificado múltiples operaciones que emitieron títulos que iban a estar respaldados por los pagos provenientes de los activos subyacentes y, como dijimos, la calidad crediticia de los mismos está vinculado con al respectivo soberano (para un mayor detalle ver los informes relacionados en esta sección).

Estas estructuras tienen en común que afrontan un diferencial de tasas negativo o *negative carry* debido a que la integración total de los fondos se hace al momento de la colocación. A medida que se logran los hitos de construcción, se generan los títulos valores que son comprados a descuento por las estructuras. Para disminuir el *negative carry* los fondos disponibles son colocados en inversiones temporales y elegibles. En el caso de Argentina, producto de la tasa a que cotiza el soberano para tomar endeudamiento, el Gobierno publicó los términos y condiciones de Letras del Tesoro (“LETES”) específicas para los proyectos PPP y cuyos vencimientos estarán asociados con la emisión de los TPI.

Existen múltiples estructuras financieras posibles, las detalladas son sólo ejemplos de operaciones que, con activos similares, fueron colocadas en los mercados financieros internacionales. La selección de la misma dependerá de las necesidades financiación del ganador de la licitación y la oferta y las condiciones del financiamiento.

## Perú

En 2006, el Gobierno del Perú creó los Certificados de Reconocimiento de Pago Anual de Obras (“CRPAO”) que se iban emitiendo a medida que el avance de obra cumplía con determinados hitos. Los CRPAO están reconocidos como una obligación directa, general, irrevocable, incondicional, no subordinada y no garantizada del Gobierno del Perú.

En 2008, se creó un nuevo mecanismo de pago, la Retribución por Inversión según Pago Anual de Obras (“RPICAO”), para aquellos proyectos que eran autosustentables o que tenían asignado un determinado impuesto o flujo. En los RPICAO, la obligación de pago no es directa del Gobierno de Perú, sino que actúa como garantía para cubrir los faltantes de fondos necesarios para cumplir con el pago de los RPICAO.

Otra diferencia entre los CRPAO y los RPICAO, es que los RPICAO deben ser incluidos en los presupuestos anuales debido ya que el Gobierno del Perú a través del Ministerio de Economía y Finanzas no reconoce el monto total de las obligaciones RPICAO, por lo que existe un riesgo presupuestario.

## Colombia

Para las concesiones de infraestructura vial de cuarta generación (4G), el Gobierno de Colombia estableció que cada proyecto estará dividido en “unidades funcionales” que corresponden a hitos de construcción de determinados tramos de la ruta. Cada unidad funcional es independiente de las demás unidades dentro del proyecto debiendo cumplir con indicadores de disponibilidad, calidad y niveles de servicio.

La Agencia Nacional de Infraestructura (“ANI”) será responsable de llevar a cabo todas las retribuciones económicas a las cuales tendrá derecho el concesionario. El pago de los compromisos representan una obligación ineludible para el Gobierno de Colombia y, por ley, deberá pagarlos aún antes de pagar el servicio de su deuda. El proceso presupuestario anual de los pagos normales a vencer no están sujetas a discrecionalidad.

## Panamá

El Gobierno de Panamá garantiza en forma incondicional e irrevocable cualquier monto vencido y no pagado de los Certificados de No Objeción (“CDNO”) que emitirá Metro de Panamá S.A., una empresa del Estado de Panamá, contra el avance de las obras de la Línea 2 del Metro de la Ciudad de Panamá.

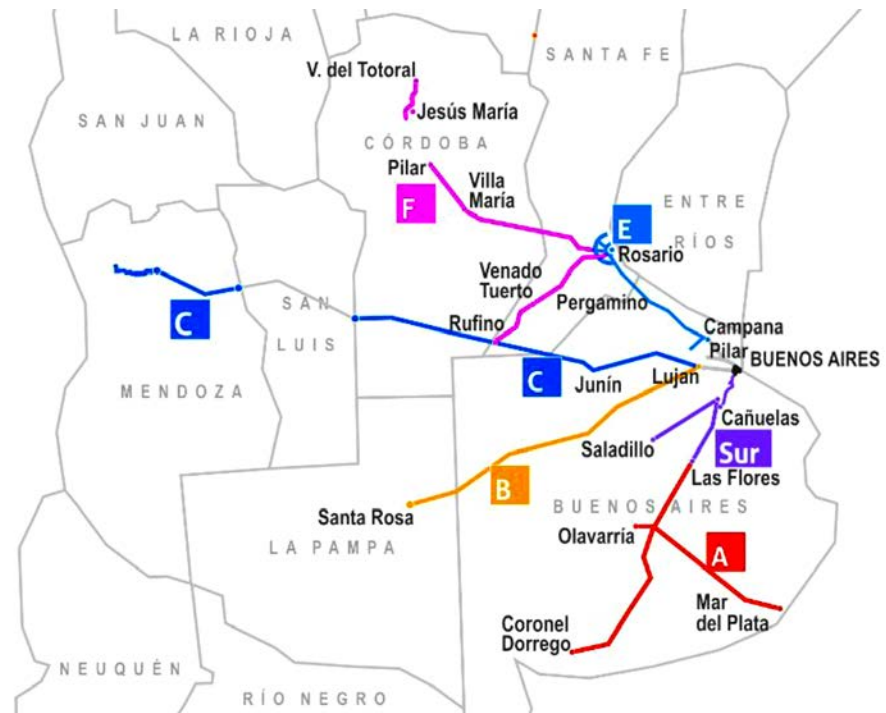
El Ministerio de Economía de Panamá emitió un aval por el cual se compromete a pagar cualquier monto vencido y no pagado por Metro de Panamá S.A. bajo el contrato del proyecto previo a una notificación de 30 días por parte de cualquier tenedor de los CDNO.

## Argentina

La Empresa Provincia de Energía de Córdoba (“EPEC”), está financiando mediante la emisión de Certificados de Avance de Obras (“CAO”) que se emiten contra obra ejecutada y verificada EPEC. El pago de los CAO es autónomo y no condicionado y poseen mejoras crediticias que mejoran el riesgo crediticio de EPEC.

Mapa #1

## Etapa 1: Red de autopista y rutas seguras



Fuente: DNV

### Anexo A: Red de autopista y rutas seguras

Los proyectos implican el diseño, construcción, ampliación, mejora, reparación, remodelación, operación, mantenimiento y explotación de distintos corredores viales cuya licitación se hará en etapas. La Etapa 1, incluye 6 corredores viales (tabla #4 y mapa #1), se encuentra en proceso de análisis de las ofertas económicas.

El Ministerio de Transporte y la SPPP diseñaron distintos instrumentos de retribución a quienes resulten adjudicatarios de las licitaciones. FIX entiende que, dependiendo de las características propias de cada corredor vial –inversión y costos de O&M versus la conveniencia o no de peajes y volumen de tránsito-, la utilización de estos instrumentos dentro de cada uno de los proyectos variará. Por ejemplo, un corredor vial que no se justifique el cobro de peaje, tendrá un ingreso asociado a la disponibilidad de la infraestructura para poder cubrir los costos de O&M;

Tabla #4

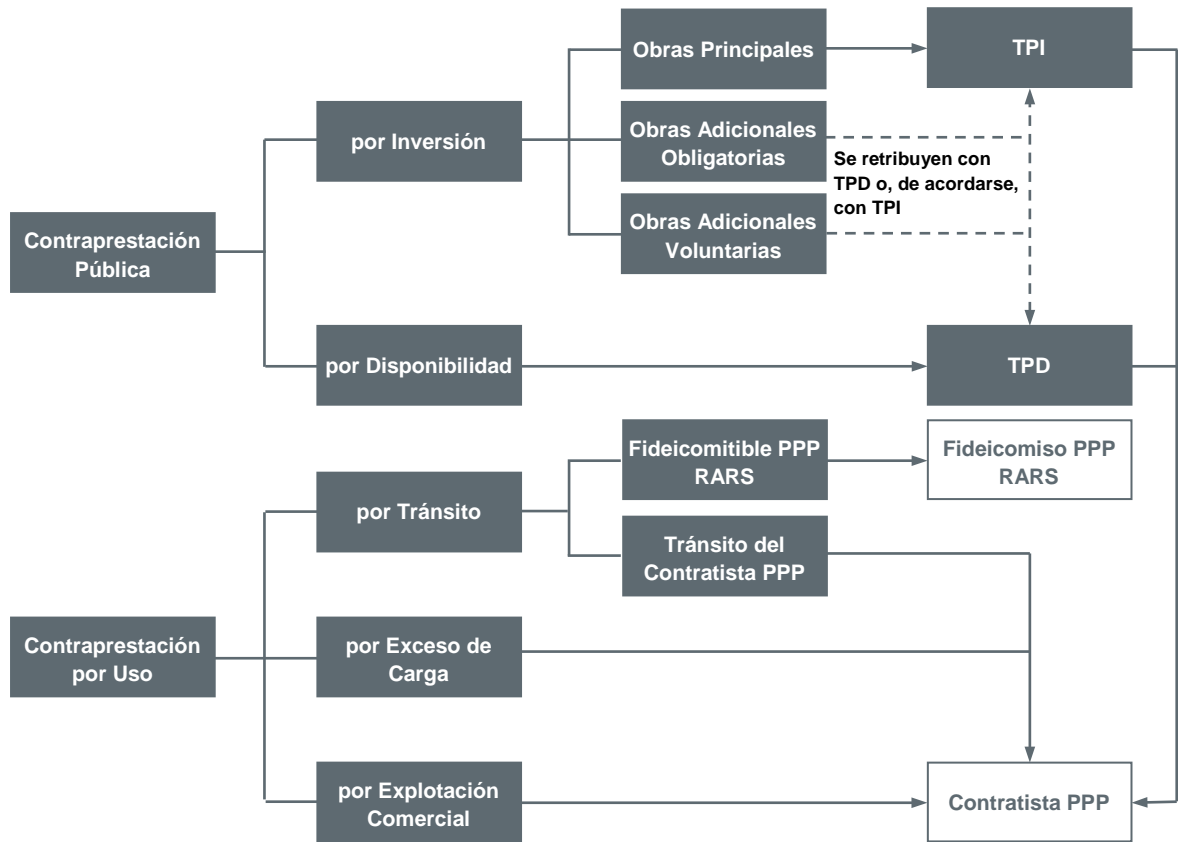
### Etapa 1: Red de autopista y rutas seguras

Corredor Vial	TMDA Veh./día	Autopistas Km	Rutas Seguras Km	Especiales Km	Variantes puntuales Cantidad	Inversión estimada en obras (USD millones)		
						Año 0 a 4	Años 5 a 15	Total
A	24.400	116	494	56	5	984	346	1.330
B	23.500	143	372	19	4	989	244	1.233
C	28.600	14	546	0	2	631	455	1.086
E	56.400	124	32	163	3	1.342	370	1.712
F	32.100	238	0	0	1	1.114	372	1.486
Sur	231.900	175	50	0	1	975	236	1.211
<b>Total</b>	<b>396.900</b>	<b>810</b>	<b>1.494</b>	<b>252</b>	<b>17</b>	<b>6.035</b>	<b>2.023</b>	<b>8.058</b>

Fuente: Dirección Nacional de Vialidad (DNV). TMDA: Tránsito Medio Diario Anual

Gráfico #4

## Esquema de contraprestaciones PPP - Red de autopistas y rutas seguras



Fuente: FIX en base a los documentos de licitación

por el contrario un ruta o autopista con una amplia historia de tránsito y/o cobro de peaje, parte de estos ingresos serán cedidos al Fideicomiso PPP RARS y no habría pago por disponibilidad.

### Contraprestaciones

En el gráfico #4 se detalla el esquema de las contraprestaciones para retribuir las inversiones y los costos de O&M de los proyectos viales. Las combinaciones de estos dependerá que las características propias y los objetivos de interés público sobre cada corredor vial. En la tabla #2 se detallan las contraprestaciones incluidas en la Etapa 1.

**Pagos por inversiones:** son el principal componente a retribuir a los contratistas PPP. La Etapa 1 estima inversiones por un total de USD 6.035 millones en los primeros 4 años de los contratos PPP y USD 2.023 entre los años 5 a 15. El monto de las inversiones obligatorias será remunerado por la entrega de TPI. Este esquema de retribución hace que el riesgo de recupero de las inversiones esté aislado del riesgo de la finalización de las obras, de la operación del proyecto y del contratista. El riesgo de pago de los TPI está vinculado a que el Fideicomiso PPP RARS posea los fondos suficientes para el pago de los mismos.

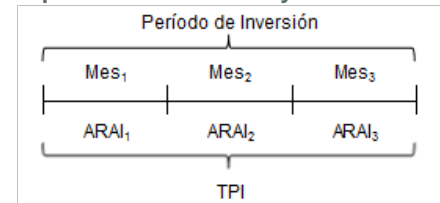
El ente contratante tiene la facultad de modificar o requerir obras adicionales obligatorias por hasta el 20%, en más o en menos, sobre el valor total del contrato; adicionalmente, se podrán solicitar obras adicionales voluntarias. En ambos casos se deberá acordar la retribución de las obras adicionales; a partir de determinados montos, se realizará hacer una licitación o concurso de precios privado. Las obras adicionales –obligatorias y/o voluntarias- serán retribuidas con TPD o, de común acuerdo entre el contratista y el ente contratante, con TPI.

Mensualmente, el ente contratante y el contratista PPP evaluarán conjuntamente el avance de las obras principales de acuerdo al plan de ejecución de las mismas para la emisión del Acta de Reconocimiento de Avance de Inversión (“ARAI”). El ente contratante dejará constancia del avance mensual y acumulado -físico y en porcentaje- de las obras principales y multiplicará el monto del avance mensual por el monto total requerido de TPI en la licitación. En caso de divergencia respecto del avance de las obras, se resolverá de acuerdo al proceso de resolución de controversias, debiéndose emitir el ARAI por el monto sin objeciones. Los ARAI van estar denominados en dólares.

Trimestralmente, luego de suscripto el ARAI que completa el período de inversión, el contratista solicitará la emisión de un TPI. El ente contratante verificará el pedido, de no tener observaciones dará una orden de emisión al fiduciario del Fideicomiso PPP RARS de TPI fijos o variables, según corresponda. De haber objeciones, se resolverá de acuerdo al proceso de resolución de controversias, debiéndose emitir los TPI por el monto sin objeciones.

En el gráfico #5 se puede observar un esquema de emisión y la articulación entre los ARAI y TPI. Estos dos instrumentos, también tienen un rol en el caso de extinción del contrato de PPP como veremos más adelante.

**Gráfico #5**  
**Esquema emisión ARAI y TPI**



**Fuente:** FIX en base a los documentos de la licitación.

**Pagos por disponibilidad y peaje:** de los corredores viales a licitar en la Etapa 1, sólo el “A”, “C” y “F” van tener pagos por disponibilidad. De acuerdo a las estimaciones de la DNV, la contraprestación por disponibilidad más los ingresos por peaje, exceso de carga y explotación comercial serían suficientes para el pago de los costos de O&M calculados. Los corredores viales “E” y “Sur”, el volumen estimado del tránsito es tal que no poseen contraprestación por disponibilidad y parte de los ingresos por peaje serán destinados al Fideicomiso PPP RARS.

La contraprestación por disponibilidad es un ingreso asegurado para cubrir los costos de O&M en aquellos corredores viales que tienen poca historia y/o bajo volumen de tránsito (riesgo demanda) o, por razones de interés público, se decide no cobrar peaje. Por el contrario, en los corredores en donde los ingresos por peaje superan los costos de O&M proyectados, parte de los mismo se utilizan para fondear al Fideicomiso PPP RARS y no hay pago por disponibilidad. Este esquema no actúa como un techo a los ingresos por peaje, sino que una parte de los peajes son cobrados por el contratista PPP y los debe depositar mensualmente en la cuenta del Fideicomiso PPP RARS. En la Etapa 1, el riesgo de demanda y de operación del proyecto es afrontado por el contratista PPP aunque parcialmente mitigado en el caso de los corredores

**Tabla #5**  
**Etapa 1: Contraprestaciones**

Corredor Vial	Contraprestación pública				Contraprestación por uso			
	Obras principales	Obras adic. oblig.	Obras adic. vol.	Disponibilidad (\$/mes)*	Tránsito fideicomiso	Tránsito contratista	Exceso de carga	Expl. comercial
A	✓	✓	✓	\$ 14.400.000	X	✓	✓	✓
B	✓	✓	✓	\$ 0	X	✓	✓	✓
C	✓	✓	✓	\$ 9.700.000	X	✓	✓	✓
E	✓	✓	✓	\$ 0	✓	✓	✓	✓
F	✓	✓	✓	\$ 6.200.000	X	✓	✓	✓
Sur	✓	✓	✓	\$ 0	✓	✓	✓	✓

**Fuente:** FIX en base a los documentos de la licitación. (\*) valores a Abril de 2018 (más IVA)

viales "A", "C" y "F".

El valor de la contraprestación por disponibilidad fue determinado por la DNV a abril de 2018, se ajustarán en forma semestral, el 1 de enero y 1 julio de cada año, por una fórmula paramétrica. Ésta fórmula contempla: i) un 60% la variación del índice del costo de la mano de obra; ii) un 20% la variación del índice del precio mayorista del gasoil; iii) un 5% la variación del índice de precio de la energía eléctrica; y iv) un 15% la variación del índice de amortización equipo. El cobro de la misma comenzará a partir de la firma del contrato de PPP.

La tarifa de los peajes en cada una de las estaciones de cobro fue determinada por la DNV para los próximos años. A partir del 01.01.2020, en forma semestral se ajustará la tarifa de peajes utilizando la misma fórmula paramétrica para el ajuste de la contraprestación por disponibilidad. Durante la fase de construcción de los corredores viales, varias estaciones de cobro serán levantadas. Completadas las obras, se habilitarán nuevas estaciones de cobro sirviendo de incentivo para la finalización de las mismas.

En el caso que el ente contratante no ajuste las tarifas de los peajes, o el tránsito se viera afectado por otras obras en competencia, o variaciones en las condiciones impositivas o en la reducción de las obras principales u otras condiciones contempladas en el contrato de PPP y que no corresponden a los riesgos que debe afrontar el contratista, éste podrá solicitar el restablecimiento de la ecuación económico financiera.

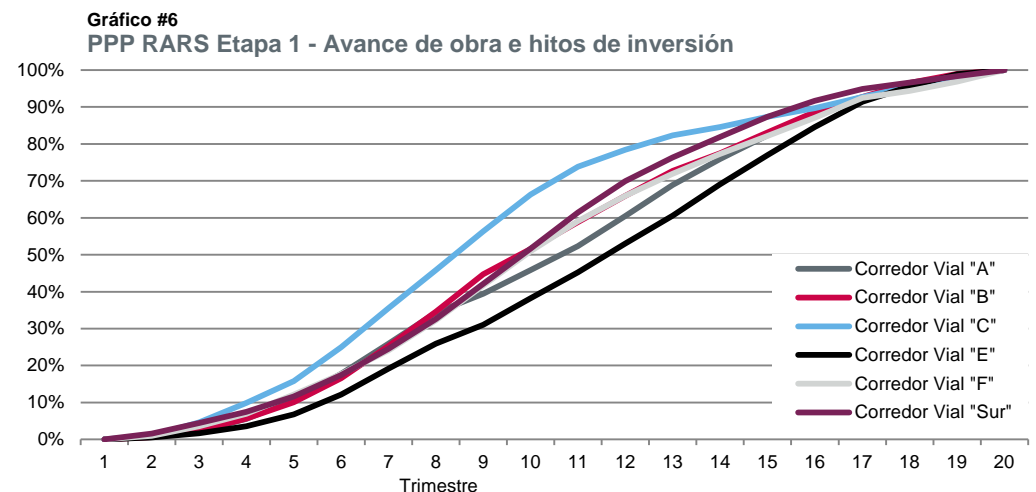
### Plan de obras

El contratista deberá elaborar un proyecto ejecutivo en base al plan de obras principales y cumplir con los plazos y avance determinados en los pliegos. El gráfico #6 se observa el avance acumulado detallado en los pliegos. A excepción del riesgo de expropiación y la demora en la entrega de las áreas por parte del ente contratante, todos los riesgos de finalización, incluyendo conseguir los permisos de construcción, permisos ambientales, costos y demás, son asumidos por el contratista. La supervisión y control de las obras es responsabilidad del ente contratante.

### Proceso licitatorio

La presentación de ofertas fue el 24 de abril de 2018. El proceso licitatorio consta de dos etapas, una primera parte en donde se evalúa la calidad de los oferentes de acuerdo a los requisitos exigidos en los pliegos; y otra en donde se realiza el análisis de la oferta económica.

Los participantes deberán indicar el monto de TPI requerido por pago de inversión para el año 2025. Ello se debe a que en ese año, las obras ya deben estar completas y el pago de los TPI



**Fuente:** FIX en base a los documentos de la licitación.



estará en su máximo debido al plan de obras principales del pliego. De esta forma, el ente contratante se asegura de conseguir el menor precio por las obras principales solicitadas.

Dependiendo de las estimaciones de cada uno de los oferentes respecto del costo de O&M y los ingresos por disponibilidad y peajes, puede que alguno decida ofertar un monto menor de TPI asumiendo tener una mayor rentabilidad en la fase de operación. Adicionalmente, las ofertas deberán considerar el costo financiero ya que los TPI no devengan intereses.

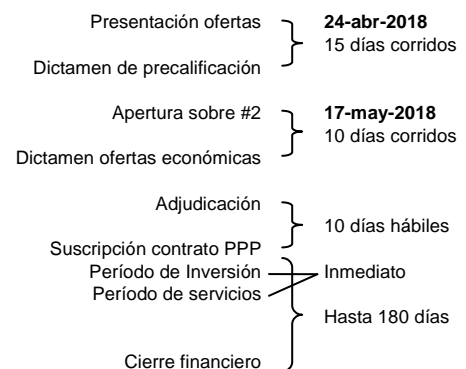
El Ministerio de Transporte fijó un máximo de dos corredores viales en esta etapa que pueden ser adjudicados a un mismo oferente. Esto garantiza que por lo menos haya un mínimo de 3 y un máximo de 6 oferentes ganadores. Asimismo, la licitación contempla la posibilidad que un mismo oferente, en caso de resultar adjudicatario de 2 corredores viales, estipule un descuento al monto ofertado. Si un mismo oferente presenta la mejor oferta en más de un corredor vial, el ente contratante seleccionará basándose en la combinación que resulte en el menor valor presente del monto de TPI solicitado.

En caso de empate en las ofertas económicas, el Ministerio de Transporte solicitará una mejora de las mismas a los oferentes empatados. Se considera empate cuando: i) dos oferentes precalificados hayan ofrecido un monto igual; ii) cuando la oferta de un oferente nacional no supere en un 5% a un oferente no nacional; o iii) cuando la oferta de un oferente MiPyMe no supere en un 7% a un oferente no MiPyMe. La definición de ofertas empatadas en el pliego de bases y condiciones generales necesita un mejor detalle sobre cuál es la oferta que deberá usarse de base -si es la menor o la mayor- para el cálculo del empate. Esta falta de detalle ya ha tenido antecedentes negativos en otras licitaciones por lo que es probable que se emita una circular para su aclaración.

En el gráfico #7 se detalla las fechas relevantes de acuerdo a los documentos de la licitación. Se observa, que el cierre financiero ocurre en el medio del inicio período de inversión y por lo tanto del plan de obras principales.

**Gráfico #7**

**Esquema fechas relevantes licitación**



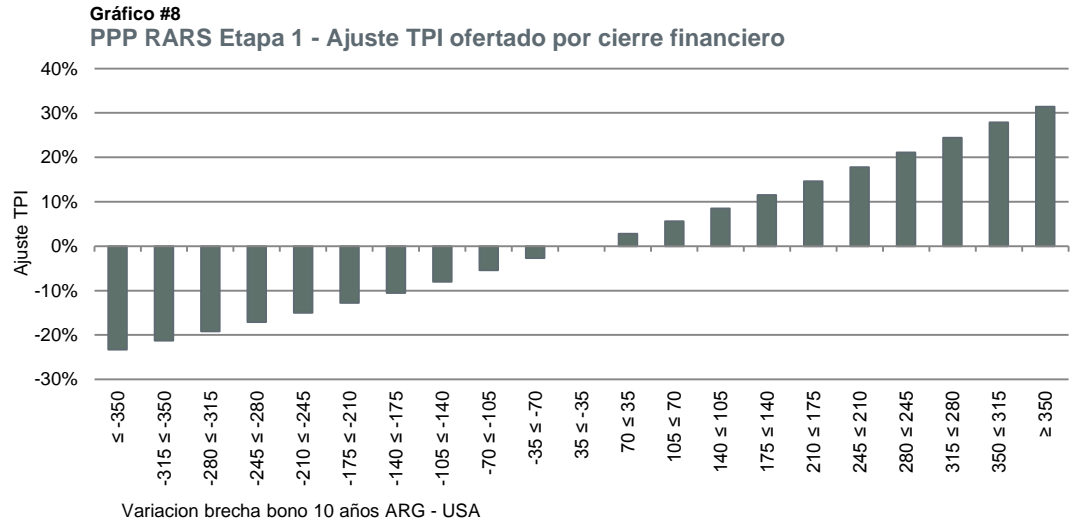
**Fuente:** FIX en base a los documentos de la licitación.

### Cierre financiero

El contratista posee un plazo de 6 meses desde la suscripción del contrato de PPP para lograr el cierre financiero. El plazo se podrá prorrogar en dos ocasiones por 3 meses cada vez, pero con la obligación de proveer mayores garantías de cierre financiero en cada oportunidad.

Para lograr el cierre financiero, el contratista deberá suscribir los contratos de financiamiento. De financiarse con deuda, el endeudamiento debe ser por un mínimo del 54% del monto total de TPI requerido y con compromisos de aporte de capital por un mínimo del 6% del mismo monto. En caso de financiarse exclusivamente con aportes de capital, un compromiso de realizar aportes por el 60% del monto total de TPI requerido. El riesgo de financiamiento y de tasa de interés, están en cabeza del contratista.

Para cubrir el riesgo de variación del riesgo país entre la fecha de la oferta y la de efectivo cierre financiero, se contempla un ajuste al monto total de TPI ofertado por la variación entre la brecha del rendimiento promedio de bonos de Argentina y la de los Estados Unidos a 10 años. Si hay una mejora en el riesgo país esto se traduce en un ajuste a la baja del monto de TPI ofertados por un menor descuento, por el contrario, si el riesgo país se amplía, se incrementa el



monto de TPI. El sistema de ajuste es razonable ya que el ente contratante y el contratista comparten el riesgo de variación de esta brecha durante el cierre financiero (ver gráfico #8).

### Accionista estratégico y capital social

El pliego establece los requisitos técnicos y económicos para participar en la licitación. De haber un accionista estratégico, su participación no debe ser menor al 30% y debe ser mayoritaria respecto de los otros integrantes del oferente; cumplir con los requisitos técnicos y económicos y presentar una garantía de solvencia por USD 10 millones hasta la fecha del cierre financiero. Esta participación deberá mantenerse en el contratista PPP.

El accionista estratégico debe cumplir con un plazo de permanencia mínimo del 20% del plazo total del contrato de PPP medido desde la fecha de suscripción del mismo. En el caso de la Etapa 1, el plazo mínimo de permanencia es de 3 años desde la fecha de firma de contrato de PPP. Durante este plazo no podrá realizar ningún acto que implique una reducción en su participación dentro del proyecto. La única excepción al plazo mínimo de permanencia es en el caso que el accionista estratégico esté incumpliendo, o vaya a incumplir en el futuro inmediato, con los documentos de financiamiento y su reemplazo pueda facilitar la reestructuración y la continuidad de las prestaciones del contrato de fideicomiso. El nuevo accionista estratégico debe cumplir con las condiciones técnicas y económicas y contar con la aprobación para su reemplazo por parte del ente contratante.

El capital social mínimo del contratista PPP es del 6% del monto total requerido de TPI y deberá estar integrado un 25% al momento de la constitución y el resto, en cuotas con un mínimo del 25% a los 6, 12 y 24 meses desde la fecha de suscripción del contrato de PPP. Las ampliaciones de capital deben ser aprobadas por el ente contratante a fin de que no haya una dilución del accionista estratégico.

### Garantías y seguros

Las garantías pueden ser a primer requerimiento o como seguro de caución. Las garantías a primer requerimiento se pueden constituir mediante i) depósito bancario en la cuenta que el ente contratante designe; ii) garantía bancaria; y/o iii) carta de crédito *stand-by*. Estas dos últimas opciones deben ser emitidas por una entidad financiera autorizada a operar en la Argentina por el BCRA o por una entidad financiera del exterior que cuente con una calificación de largo plazo al menos igual a la calificación de deuda de Argentina.

Los montos y los plazos de las garantías por obras, de servicios principales y cierre financiero están determinados en el contrato de PPP. De no renovarse la garantía, 30 días antes del vencimiento de la cobertura, el ente contratante podrá ejecutar la garantía preventivamente hasta la renovación de la misma.

El contratista debe contratar los seguros de responsabilidad civil, accidentes de trabajo, automotor y de vida durante toda la vigencia del contrato PPP y son tanto para las obras como para los usuarios del corredor vial.

## Control y resolución de controversias

La supervisión y control de contrato PPP es responsabilidad de la DNV como ente contratante quien podrá designar auditores técnicos. Tiene la facultad de acceder a las instalaciones, oficinas y sitios de obras, verificar libros contables y accionarios y requerir información relacionada al proyecto. La DNV podrá imponer multas y sanciones en caso de incumplimientos referidos a las obras principales o a los servicios principales, respectivamente.

El contrato de PPP establece un procedimiento de resolución de controversias. Cualquier solución de controversia tiene un proceso de negociaciones amistosas por el término de 30 días. Finalizado este plazo y sin que ninguna de las partes lo haya extendido, en caso de ser una controversia técnica, se dará intervención al panel técnico.

El panel técnico tiene un plazo de 90 días para expedirse con recomendaciones para solucionar la controversia técnica. Si ninguna de las partes objeta las recomendaciones formuladas, son definitivas y vinculantes. De haber objeciones, la controversia deberá ser resuelta vía tribunal judicial o arbitraje, según corresponda y si los montos en controversia son cuantificables y por un monto menor a USD 10 millones, en caso de tribunal judicial, o mayores a USD 10 millones, arbitraje. El panel técnico estará integrado por 3 miembros, un profesional en ingeniería, uno en ciencias económicas y uno de ciencias jurídicas, elegidos de común acuerdo entre las partes, de no haber acuerdo, la UPPP los seleccionará por sorteo.

Las partes acuerdan que el laudo que emita el tribunal arbitral será final y vinculante para ellos. El tribunal arbitral estará integrado por 3 miembros, en caso que la controversia sea entre USD 10 y 20 millones, el tribunal arbitral podrá ser unipersonal. La selección de los miembros será de común acuerdo, o en su caso cada parte elegirá un árbitro y el tercero será elegido por estos; en caso del tribunal unipersonal, la elección será de común acuerdo o de acuerdo a las reglas de arbitraje acordadas o de conformidad con el Reglamento de Arbitraje de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil. El presidente del tribunal deberá tener una nacionalidad distinta al de las partes. La sede del arbitraje será la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, salvo que el controlante del contratista sean extranjeros o los beneficiarios de los TPI y/o TPD no sean residentes en Argentina, en cuyo caso la sede será de elección de común acuerdo entre la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y un Estado que sea parte en la Convención sobre Reconocimiento y Ejecución de las Sentencias Arbitrales Extranjera.

## Extinción del contrato

Como veremos en las distintas causales de rescisión del contrato de PPP, los TPI fijos se encuentran resguardados de cualquier reclamo o compensación de montos, no así los TPI variables y/o TPD que, dependiendo del motivo de la extinción del contrato, podrán estar sujetos a reducciones.

El contrato de PPP se extinguirá por las siguientes causas:

- a) Incumplimiento del cierre financiero: transcurridos 12 meses desde la fecha de suscripción del contrato de PPP sin que el contratista haya realizado el cierre financiero. El ente contratante ejecutará la garantía de cierre financiero y servicios principales.

- b) Vencimiento del plazo: vencido el plazo original o de su prórroga, se liquidará el contrato de PPP.
- c) De común acuerdo: el ente contratante y el contratista PPP, con el previo consentimiento de las entidades financiadoras, pueden decidir la rescisión del contrato de PPP. El contratista deberá abonar los cargos de liquidación y el ente contratante deberá reconocer y abonar las inversiones no amortizadas. El monto, forma, condiciones y fecha de pago será acordado entre las partes.

En ningún caso el monto del pago por inversiones no amortizadas podrá ser inferiores al monto necesario para el repago del endeudamiento del proyecto neto de las sumas a ser pagadas bajo los TPI pendientes de pago.

- d) Causa atribuible al ente contratante: el contratista podrá solicitar la extinción del contrato, teniendo el ente contratante un plazo de hasta 120 días hábiles para subsanar el incumplimiento. Vencido este plazo, el contratista podrá solicitar el proceso de resolución de controversias.

Una vez aceptado por el ente contratante la extinción del contrato o por una decisión en firme del panel técnico o tribunal arbitral o tribunal judicial, el ente contratante deberá abonar las inversiones no amortizadas y el pago por extinción neto de los cargos de liquidación.

En ningún caso el monto podrá ser inferior al monto necesario para el repago del endeudamiento del proyecto neto de las sumas a ser pagadas bajo los TPI y TPD pendientes de pago. El pago por inversiones no amortizadas será en dólares y el pago por extinción en pesos. Los montos determinados devengarán intereses desde la fecha de liquidación del contrato de PPP hasta su efectivo pago.

- e) Causa atribuible al contratista PPP: el ente contratante podrá solicitar la extinción del contrato, teniendo el contratista un plazo de hasta 120 días hábiles para subsanar el incumplimiento. Vencido este plazo, las entidades financiadoras podrán indicar su intención de subsanar el evento en forma directa, a través de la contratación de un tercero, o mediante la cesión del contrato a un nuevo contratista. Vencido este plazo o si desisten de subsanar el incumplimiento, se deberá notificar al contratista, con copia a las entidades financiadoras, la extinción del contrato.

El contratista deberá abonar la penalidad por extinción, los cargos de liquidación firmes y los pasivos de liquidación, el ente contratante ejecutará las garantías e informará al fiduciario del Fideicomiso PPP RARS para que los montos anteriores sean deducidos de los TPI Variables. Asimismo, el ente contratante podrá netear los montos que deba pagar al contratista por inversión no amortizada.

- f) Fuerza mayor: la ocurrencia de un evento de fuerza mayor cuya duración sea superior a 180 días habilita a: i) al ente contratante a extinguir el contrato de PPP; y ii) el contratista podrá a solicitar la extinción del contrato de PPP.

El ente contratante deberá abonar al contratista el pago por extinción y por las inversiones no amortizadas, a las que podrá netear de los cargos de liquidación firmes y pendientes y podrá ejecutar cualquier garantía de cumplimiento.

- g) Razones de interés público: el ente contratante podrá rescindir unilateralmente el contrato de PPP por razones fundadas y declaradas por decreto del Poder Ejecutivo Nacional. El contratista tendrá derecho a percibir el pago por extinción y pago por inversión no amortizada.

## Anexo B: Régimen legal de los contratos PPP

La Ley Nro. 27.328 ("Ley de PPP") y el Decreto 118/2007 que la reglamenta, establecen los lineamientos de los Contratos de Participación Público Privada como una modalidad de contratación alternativa a los contratos de obra pública y de concesiones por peaje por parte del Sector Público Nacional. La definición del Sector Público Nacional, en carácter de contratante, es amplia e incluye:

- a. Administración central y organismos descentralizados, comprendiendo a las instituciones de seguridad social;
- b. Empresas, sociedades u organizaciones en donde el Estado Nacional tenga participación mayoritaria en el capital o en la formación de las decisiones;
- c. Entes públicos con autarquía financiera, personalidad jurídica y patrimonio propio, donde el Estado Nacional tenga el control mayoritario del patrimonio o de la formación de las decisiones; y
- d. Fondos fiduciarios integrados total o mayoritariamente con bienes y/o fondos del Estado Nacional.

Por la otra parte, los contratistas, pueden ser sujetos privados o públicos, incluyéndose a las empresas y sociedades en donde el Estado Nacional, las Provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires ("CABA") o los Municipios tengan participación.

El objeto del contrato es amplio y tiene la flexibilidad necesaria para adecuarse a las necesidades particulares y el financiamiento de cada proyecto, siempre y cuando se haya determinado que la contratación mediante PPP permite cumplir con los objetivos de interés público. A tal efecto, se crea la SPPP quien será la encargada de asistir, asesorar, estructurar, controlar a las partes intervinientes, los proyectos y la normativa aplicable.

### Análisis de la normativa

A continuación se expondrán algunos puntos que a juicio de la Calificadora merecen ser mencionados para una mejor comprensión de los riesgos observados.

**Marco regulatorio flexible aunque nuevo:** la normativa crea y determina un marco de requisitos y procedimientos generales que se deben seguir para la contratación mediante PPP. Los puntos particulares del proyecto deberán ser incluidos en los pliegos y en el contrato específico.

Esto permite un alto grado de flexibilidad a la entidad contratante dependiendo de los proyectos, sus características, objetivos y estándares de desempeño, impacto ambiental, casos fortuitos y capacidad de repago de las inversiones, entre otros puntos. Sin embargo, es un marco legal nuevo para proyectos de largo plazo (hasta 35 años), la fortaleza del mismo lo dará el tiempo con las resoluciones que se tomen ante hechos concretos, el escrutinio de la Justicia y de nuevas Administraciones.

**Obligatoriedad de compulsión pública, publicación y acceso a la información:** no se permite la adjudicación directa, es obligatorio la licitación o concurso público para la selección de los contratistas, inclusive cuando el contratista sea un ente del sector público. Las condiciones de evaluación técnica y económica debe estar contempladas de antemano y deben tratar buscar la mayor cantidad de oferentes en iguales condiciones de competitividad.

El plazo entre que se determina la factibilidad de hacer un contrato de PPP hasta la presentación de ofertas tiene un mínimo de 90 días corridos. Los pliegos definitivos deben estar publicados un mínimo de 60 días corridos antes de la presentación de las ofertas y existe un sistema de consultas y emisión de circulares aclaratorias modificatorias del pliego. El acceso a

la documentación y demás información de consulta relacionado al proyecto debe ser gratuita y encontrarse disponible en la página web de la SPPP.

**Modificaciones al proyecto, límites y compensación:** los proyectos de PPP podrán sufrir modificaciones unilaterales por parte del ente contratante por hasta un máximo de  $\pm 20\%$  sobre el valor total del contrato. Las modificaciones deberán ser adecuadamente compensadas a fin de mantener el equilibrio económico-financiero original del proyecto y las posibilidades de financiamiento. El decreto establece que el valor presente neto de las variaciones, aplicando la tasa de descuento que disponga el pliego y contrato, debe ser igual a 0.

No se fija un límite temporal o hasta cuándo se pueden solicitar estas modificaciones; por ejemplo, las modificaciones pueden solicitarse sólo durante la fase de construcción o del monto pendiente de ejecutar. Esto implica que los contratistas deberán acordar financiamiento contingente a las modificaciones. Asimismo, esta facultad no debe ser usada como un mecanismo de renegociación de los contratos y/o por la necesidad de nuevas obras o mantenimiento por un uso mayor al estimado originalmente.

**Financiamiento protegido, aportes de capital sin especificación:** la legislación incluye como un objetivo la de facilitar el desarrollo del mercado de capitales local y el acceso al mercado de capitales internacional. Faculta a la entidad contratante a prestar su cooperación para la obtención del financiamiento necesario para el proyecto. Posee la flexibilidad suficiente para estructurar una amplia gama de financiamiento para distintos proyectos dependiendo su perfil de riesgo. Se consideran derechos de toma de control del proyecto (step-in rights) -previo autorización del ente contratante-, cesión en garantía, creación de SPE o SPV ("Special Purpose Entities" o "Vehicles", entidades o vehículos de propósito especial) para el financiamiento y demás previsiones.

En el caso que el contrato de PPP se extinga anticipadamente por una causa atribuible al contratante, el contratista tendrá derecho a una indemnización que no podrá ser menor al monto necesario para asegurar el repago del financiamiento pendiente de cancelación que se haya utilizado efectivamente en el proyecto. El método de cálculo de la misma se establecerá en el pliego y contrato de PPP, aunque no dice cómo será pagada.

No existe en la regulación un compromiso capital mínimo que deberá ser aportado por el contratista del proyecto, aunque podrá ser determinado en cada uno de los proyectos considerando su perfil de riesgo. FIX pondera cuánto de la inversión total del proyecto es aportada por el contratista / sponsor y cuándo lo realiza ya que es una indicación del compromiso para con el mismo. Existe suficiente evidencia empírica en que cuando más capital propio está invertido mayor es el incentivo a que el proyecto se desempeñe correctamente.

**Compromisos presupuestarios:** entre los requisitos para considerar realizar un contrato de PPP es la estimación de los gastos asociados al proyecto, el efecto financiero y presupuestario del contrato en los períodos que se ejecute y la estimación de la suficiencia de los recursos públicos durante la vigencia del contrato para cumplir con las obligaciones. Luego de la licitación y adjudicación, pero antes de la firma del contrato de PPP, la entidad contratante deberá verificar con el Ministerio de Hacienda la disponibilidad de los créditos y cuotas presupuestarios y realizar la registración de los compromisos presupuestarios.

La Ley de PPP establece que el valor presente de los compromisos totales netos de ingresos no puede ser mayor al 7% del Producto Bruto Interno (PBI) a precios corrientes del año anterior. Para el cálculo de los compromisos netos se sumará el stock de los compromisos firmes y contingentes y se netearán los ingresos. Considerando el PBI a precios corrientes del 2016, el límite es de USD 32,2 mil millones en compromisos netos; sin embargo, el límite puede ser revisado anualmente.



Se destaca que no hay un límite máximo anual de cuánto puede ser el compromiso presupuestario. Tampoco resulta claro cómo será la exposición del stock y el flujo anual de compromisos ya que la Ley de Administración Financiera (Ley 24.156) no lo trata específicamente. Este punto es importante ya que determinará la fortaleza o debilidad de la capacidad de pago de la contraparte en los contratos de PPP, sobre todo en el reconocimiento y ranqueo de las obligaciones firmes y/o contingentes del Sector Público Nacional.

**Control de expertos y resolución de disputas:** el control de la ejecución del contrato es responsabilidad del ente contratante; sin embargo, se permite la posibilidad de contratar auditores externos expertos para el control del proyecto.

Se podrá constituir un Panel Técnico con personas idóneas y con trayectorias en el tema, independientes e imparciales para la resolución de disputas o controversias durante la ejecución y terminación del contrato. Cuando se haya constituido, ninguna controversia podrá ser presentada al Tribunal Judicial o Arbitral sin que antes se haya expedido el Panel Técnico. En caso que el arbitraje tenga sede fuera de Argentina, la misma debe ser aprobada en forma expresa e indelegable por el Poder Ejecutivo Nacional y comunicada al Congreso.

La previsión de distintos escenarios, mejores, peores o alternativos, a las proyecciones base ayuda a las partes intervinientes a analizar y preparar de antemano distintos cursos de acción ante los hechos particulares. Se mejora la toma de decisiones y disminuye la incertidumbre ante hechos futuros, sobre todo considerando que los proyectos son de largo plazo.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

**Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.**

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.