

# Palancas de desarrollo de la economía peruana: Macrorregionalización-concesión-titulación

## 1. INTRODUCCIÓN

El presente artículo de investigación se sustenta en el creciente interés por viabilizar económica y financieramente, mediante la titulación-concesión, los proyectos de infraestructura y las necesidades de las organizaciones pertenecientes al sector productivo de los gobiernos regionales y del gobierno central, para luego recurrir directamente a los ahorros de los inversionistas nacionales (inversionistas institucionales, demandantes de instrumentos de inversión) y extranjeros. En la década pasada, esta situación favoreció la expansión del mercado de capitales peruano.

La regionalización, y por ende la descentralización, ha puesto al descubierto un país con grandes recursos naturales inexplorados o mal utilizados, con ciudades postergadas y ciudadanos aislados o marginados de los beneficios de la modernidad, todos a la espera de oportunidades de trabajo y crecimiento. Para que estas oportunidades se conviertan en logros es necesario que, en cada una de las regiones y municipios, se cree un clima de confianza hacia el futuro. Este clima dependerá de muchos factores, entre ellos la sintonía y la coherencia entre los planes y las acciones de desarrollo que formulen y ejecuten los diversos niveles de gobierno: local, regional y nacional.

En la primera etapa de la descentralización se ha hecho evidente que los pueblos exigen la construcción de sus regiones; por ello, pro-

yectos de infraestructura, muchos de ellos largamente postergados, forman parte de la agenda política regional. Se requiere, por lo tanto, reactivar la inversión en infraestructura pública hasta alcanzar impactos positivos en las economías locales. No es el ánimo postergar o reemplazar la inversión productiva privada sino más bien apoyarla, pues la experiencia demuestra que cuando la inversión pública y la inversión privada se ejecutan sincronizadamente ambas se potencian y multiplican sus efectos positivos sobre el desarrollo.

Para evitar los errores y los excesos que en determinados casos ocurrieron en el pasado en materia de inversión pública, es necesario un programa de inversiones coherente, que comprometa a los sectores público y privado en una participación concertada y sostenida en un contexto estratégico, y que no esté sujeta a los vaivenes de la política cotidiana.

## 2. VISIÓN INTEGRAL DE LAS PALANCAS DE DESARROLLO DE LA NUEVA ECONOMÍA PERUANA

Las sociedades económicamente enmarcadas en un proceso de desarrollo sostenido, precisan cada vez más de vehículos financieros novedosos que les permitan movilizar los flujos propios del mercado financiero de una manera eficiente y, obviamente, sencilla y transparente. Hoy se está produciendo una clara expansión del papel instrumental de las instituciones financieras (fondos de gestión) en detrimento del papel intermediador clásico, redundando favorablemente en la eficiencia asignativa, en la profesionalización de la gestión de los activos financieros, en la dilución del riesgo y en el desarrollo de los mercados.

En este contexto, la titulización de los flujos futuros de las concesiones en el Perú representa un paso lógico en la dinámica moderna de los mercados de capitales, facilitando a las macrorregiones del país un acceso más directo y eficiente a los recursos financieros. Más concretamente, permitirá una mayor flexibilidad en la gestión de los originadores –grandes inversionistas extranjeros o nacionales– y el desarrollo notable de este atractivo instrumento financiero. Se trata, en definitiva, de un trascendental aporte de la ingeniería financiera para contribuir al desarrollo de la economía real. Es también en esta etapa de la actividad empresarial que satisfacer las necesidades de financiamiento en las mejores condiciones se ha convertido en un requerimiento de vital importancia.

La nueva economía, enmarcada en el Perú a través de las macroregiones, y la rapidez con que los negocios deben adaptarse en estos momentos a los cambios tecnológicos, son procesos que obligan a un replanteamiento de la estrategia inversora para destinar los recursos financieros a aquellas actividades y necesidades que mejor contribuyan a la eficiencia y productividad de las macroregiones. En definitiva, se trata de localizar y aplicar las metodologías de medición y demostración de la viabilidad económico-financiera de la titulación de flujos futuros de las concesiones por ejecutarse en el Perú; para ello se recogerán las experiencias y la amplia maduración de financiamiento por este medio de los países desarrollados, como Estados Unidos y países de la Unión Europea, con énfasis de aplicación en segmentos importantes de nuestra economía nacional, como son las infraestructuras integrales y las inversiones de la administración pública.

En esta línea de acción, la titulación-concesión en sus distintas vertientes debe ser una herramienta de gran capacidad para hacer más cómodo el acceso a los recursos financieros y permitir, por tanto, a las macroregiones concentrarse en el crecimiento y el desarrollo sostenido que haga posible alcanzar el éxito.

Entre los principales beneficios que deben procesar las macroregiones al optar por una titulación-concesión se cuentan: obtener liquidez, al adelantar las utilidades; aumentar el *rating*<sup>1</sup> de los instrumentos que se emiten y, como consecuencia, obtener significativos ahorros en costos, y conseguir financiamiento a bajo costo. Si contamos con los beneficios de los diferentes participantes de un proceso de titulación esta lista crecería en gran escala.

La exitosa experiencia internacional respalda el financiamiento de los proyectos de infraestructura y servicios públicos a través de titulaciones-concesiones, lo cual se convierte en un incentivo para realizar esta innovadora manera de financiar proyectos macrorregionales de relevante envergadura.

Los procesos de titulación han sido introducidos en el Perú a través de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por el Decreto Legislativo 861 de octubre de 1996. Esta norma fue reglamentada por la Resolución Conasev 001-97-EF/94.10 de enero de 1997.

---

1 Significa clasificación de riesgo.

En la realidad peruana aún no se ha conseguido que el mercado de capitales se convierta en una verdadera competencia frente al financiamiento monetario o bancario,<sup>2</sup> en comparación con otros países de la región.<sup>3</sup> Como resultado de ello, la volatilidad del costo del dinero que se viene dando desde la década de 1990 como consecuencia de las crisis financieras internacionales que restringen los créditos a países latinoamericanos por considerarlos con mayor riesgo, se ve reflejada en un notable incremento de los costos de financiamiento, especialmente a largo plazo, haciendo poco rentables muchos proyectos de inversión. Entre ellos se cuentan los proyectos de infraestructura y los servicios públicos requeridos para el desarrollo descentralizado y sostenido de las macrorregiones.

Es conocido que el Perú sufre de un grave déficit de infraestructura<sup>4</sup> y desarrollo sostenido de servicios públicos, lo cual vemos reflejado al compararlo con el promedio de la región, y pese a los esfuerzos hechos por los gobiernos, no se han podido continuar los procesos de concesiones de obras de infraestructura y servicios públicos en la magnitud necesaria para cubrir este déficit. Esto ha traído como consecuencia un incremento de los costos de hacer negocios en nuestro país y una pérdida de bienestar de nuestra población, debido a la poca inversión. En este contexto, es apropiado precisar que la inversión en infraestructura pública reduce costos y facilita así la inversión privada en la creación de empresas o en su crecimiento, lo que genera empleo y desarrollo. Asimismo, con el firme propósito de evaluar con mayor objetividad esta problemática, en el cuadro 1 se analiza la brecha total de inversiones en infraestructura de servicios.

---

2 Al 31 de diciembre del 2003, mientras que el financiamiento proporcionado por el mercado primario de valores, medido por el saldo de bonos en circulación del sector privado representa menos del 6% del PBI, dicho indicador para el sistema financiero tradicional alcanza el 23,8% (saldo del crédito bancario al sector privado sobre el PBI).

3 Un indicador de las pocas empresas que acceden a financiamiento a través del mercado de capitales es la elevada concentración por emisor de los saldos de valores en circulación emitidos por oferta pública primaria. Al 31 de diciembre del 2003, los cinco mayores emisores concentraron el 34% del saldo total en circulación, mientras que los diez mayores emisores concentraron el 51% del saldo total en circulación.

4 Un indicador que refleja las carencias y la baja calidad de la infraestructura vial es el porcentaje de carreteras asfaltadas, que se encuentra entre 12% y 15%, frente a un promedio de 50% en los países de ingresos medios. Asimismo, según un índice de carreteras publicado por el Banco Mundial, que toma en cuenta aspectos como la población, densidad, ingresos y porcentaje de urbanización, el Perú posee un nivel de 32% sobre un óptimo de 100.

**Cuadro 1**  
**Brecha total de inversión en infraestructura de servicios**  
**(en millones de US\$)**

| Sector                                       | Área                                                | Inversión | Total  |
|----------------------------------------------|-----------------------------------------------------|-----------|--------|
| Transporte                                   | • Redes viales                                      | 5.005     | 6.090  |
|                                              | • Puertos                                           | 159       |        |
|                                              | • Aeropuertos                                       | 926       |        |
| Saneamiento                                  | • Cobertura de agua potable                         | 1.535     | 4.153  |
|                                              | • Cobertura de alcantarillado                       | 1.601     |        |
|                                              | • Rehab. del sist. de agua potable y alcantarillado | 532       |        |
|                                              | • Tratamiento de aguas servidas                     | 385       |        |
|                                              | • Expansión de micromedición                        | 100       |        |
| Electricidad                                 | • Cobertura de serv. público de electricidad        | 1.100     | 5.569  |
|                                              | • Transición                                        | 303       |        |
|                                              | • Generación                                        | 4.166     |        |
| Telecom.                                     | • Teledensidad fija y móvil                         | 2.290     | 2.350  |
|                                              | • Expansión telefonía rural                         | 60        |        |
| Total brecha de inversión (millones de US\$) |                                                     | %         | 18.162 |
|                                              | Lima                                                | 28,7      | 5.205  |
|                                              | Provincias                                          | 71,3      | 12.957 |

Fuente: “La brecha de infraestructura”. IPE & Asociación de Empresas Privadas de Servicios Públicos –Adepsep– (2004).

Muchas fueron las causas de la caída de la inversión en infraestructura y servicios públicos, algunas de índole política, otras por el tipo de regulación, pero sobre todo fue el financiamiento uno de los motivos que detuvieron los procesos de concesiones en nuestro país.<sup>5</sup> En este sentido, las innovadoras formas de financiamiento para reducir el costo de estos proyectos serían un incentivo para continuar con ellos y con los beneficios que significan para la población.

Mirando al futuro, en el momento en que se dé una primera titulación-concesión que comience a generar puestos de trabajo y que otorgue señales de desarrollo económico, es evidente que la percepción de la privatización cambiará.

5 El largo tiempo de maduración de estos proyectos y los grandes niveles de inversión que necesitan hacen que el financiamiento sea costoso.

Llevar el financiamiento de las concesiones de infraestructura y servicios públicos al mercado de valores a través de la titulización, permitiría, entre otras cosas, dinamizar el mercado de valores, obtener significativos ahorros en costos y continuar con los procesos de concesiones, amén de otros beneficios. Esto puede resultar muy favorable, sabiendo que en el mercado de valores existe un elevado déficit por instrumentos de alto *rating* y mayores plazos; y dadas las características de las concesiones, se podrían estructurar instrumentos de mayores plazos y alto *rating*, para disminuir así la brecha demanda-oferta de instrumentos por parte de las empresas en general y, principalmente, de los inversionistas institucionales,<sup>6</sup> que son los que más demandan estos títulos para obtener un mayor calce entre sus activos y pasivos.

Al aplicar las metodologías de medición en mayor escala para esta nueva forma de financiamiento en nuestro país, se ganaría significativa especialización por parte de los que intervienen en dicho proceso, y se lograrían economías de escala. Asimismo, se permitiría que los prestatarios desarrollen un historial crediticio que mejoraría su capacidad futura para acceder a los mercados de capitales y reducir sus costos.

En este sentido, la experiencia internacional en la financiación de proyectos de infraestructura en Europa y Latinoamérica<sup>7</sup> ha demostrado que es factible la titulización de flujos de proyectos de infraestructura y servicios públicos por las características que ellos presentan, y permiten mejorar la cantidad de estos servicios con los consecuentes beneficios para la población.

La titulización de flujos futuros de las concesiones se presenta como una atractiva alternativa de financiamiento de estos proyectos de los gobiernos regionales, y mejor aún en el marco macrorregional, debido a que estos deben presentar un flujo de ingresos predecible y de buena calidad, cuentan con operadores de mucho prestigio en el manejo de estos

---

6 Los inversionistas institucionales son los sistemas previsionales (AFP y otros fondos estatales), las compañías de seguros, los fondos mutuos y los fondos de inversión. Estos son los principales actores en el mercado porque son los principales demandantes de títulos. Estos inversionistas institucionales demandan principalmente títulos de bajo riesgo. Al 30 de junio del 2004, el 76% de la cartera de bonos administrada por el Sistema Privado de Pensiones se encontraba compuesta por bonos con categorías de riesgo I.

7 En Europa, España e Inglaterra; en Norteamérica, Estados Unidos y México, y en algunos países de Latinoamérica, se ha utilizado esta forma de financiar las concesiones con mucho éxito.

servicios en el ámbito internacional y tienen buen respaldo patrimonial, que los hace merecedores de una atractiva clasificación de riesgo que daría mayor credibilidad a los inversionistas, pues se trataría de valores en los que estos operadores actuarían como originadores.

Cabe destacar que a través de la titulización, los concesionarios pueden crear instrumentos de alta calidad crediticia que se adapten a los requerimientos de los inversionistas y al mismo tiempo obtener mayores plazos de financiamiento, pues los contratos de concesión cuentan con ciertas cláusulas que reducen el riesgo de los flujos de ingresos esperados, mejorando la calidad de los activos que servirán de respaldo a la emisión de títulos valores, por ejemplo los bonos; y porque el incremento de títulos de alta calidad crediticia permitiría el desarrollo del mercado de capitales, reduciendo el exceso de demanda que existe por estos títulos. Así se favorece al mercado y se mejora la rentabilidad de los inversionistas.

La aplicabilidad de esta propuesta de investigación debe traducirse en la consolidación del desarrollo sostenido y el incremento de valores agregados para la economía peruana, en función de las reflexiones siguientes:

- Para ser competitivo, el Perú necesita que sus regiones tengan acceso a agua potable, nuevas carreteras y carreteras bien mantenidas, y puertos y aeropuertos modernos, vale decir, infraestructura económica y social adecuada.
- Para que el Perú se actualice en su infraestructura básica necesita una inversión de US\$18.000 millones, que de ninguna manera podrán ser sacados del presupuesto público, dadas las premuras que ya existen para atender sectores como los de educación, salud y seguridad, además de lo exiguo que se destina a inversión.
- El sector privado es el llamado a afrontar esta inversión, sin que para ello sea necesario que el Estado transfiera la propiedad de sus activos, ya que la manera de hacerlo es a través del sistema de concesiones por el cual se selecciona a un concesionario que se encarga de financiar, operar y mantener la infraestructura para brindar un servicio (transporte, agua potable, entre otros), a quien en contrapartida se le otorga el derecho de cobrar un peaje durante un periodo prolongado de tiempo que puede variar entre 10 y 30 años, debiendo transferir la concesión nuevamente al Estado al cabo de ese lapso.

- Con todo lo auspicioso de este sistema, se requiere un buen proceso de negociación entre el Estado (concedente) y el concesionario, para que la población peruana supere el trauma que pudiera haberle acusado el proceso de privatización, como consecuencia de inadecuados mecanismos de supervisión inicial y de difusión masiva de sus beneficios, que hicieron que se perciba que todo favorecía al sector privado, muy poco al Estado y apenas alguna mejora para la población. Por ello, la concesión es el sustituto adecuado del proceso de privatización.
- El mercado de capitales y las condiciones de la economía peruana son propicias para atraer inversión extranjera de calidad, para ofrecer activos financieros como los bonos de titulización y, de esta manera, no solo suplir el déficit de activos financieros, sino también superar el efecto de dilución de rendimiento ante las escasas alternativas rentables y sostenibles, especialmente para los agentes financieros institucionales.
- Ante el panorama actual del Perú, (político, económico y social), la titulización de flujos futuros se presenta como una atractiva alternativa de financiamiento de los principales proyectos de infraestructura y servicios públicos que el gobierno central y los gobiernos regionales no pueden ejecutar, porque no cuentan con los recursos suficientes para ponerlos en marcha. Esto se justifica además por los altos costos de financiamiento que demandan estos proyectos y el hecho de que requieren largos periodos de gestación antes de recibir ingresos por ellos.
- Mediante este análisis se promueve la alternativa de reducir el déficit de infraestructura y servicios públicos en relación con el promedio de los principales países que conforman nuestra región andina, a través de este nuevo enfoque de políticas de inversión-financiamiento (titulización de flujos futuros de las concesiones), que permitirá el crecimiento sostenido de las regiones y, mejor aún, de las macrorregiones del Perú: Sur, Centro y Norte.
- Es fundamental un intenso esfuerzo para crear y mantener un clima de estabilidad y mejora continua del equilibrio social, así como las condiciones que hagan atractivo invertir en el país. Los ambientes políticos, económicos y jurídicos del país son factores fundamentales que repercuten en el ingreso de inversiones de alta calidad al Perú.

La viabilidad técnico-económico-financiera de los procesos de titulización-concesión de los proyectos de infraestructura y servicios públicos

en el ámbito macrorregional, constituyen pasos fundamentales como una innovadora alternativa de financiamiento de los gobiernos regionales y del gobierno central, que ha revolucionado los mercados de crédito y de capitales de diversos países y, en el Perú, las posibilidades de su desarrollo sostenido se sustentan en el impulso de la inversión privada de las macrorregiones, mediante esta atractiva forma de financiamiento.

## BIBLIOGRAFÍA

Banco Central de Reserva del Perú. [en línea] <<http://www.bcrp.gob.pe>>.

Bonifaz, José Luis; Urrunaga, Roberto y Jéssica Vásquez. *Financiamiento de la infraestructura en el Perú: Concesión de carreteras*. 1.<sup>a</sup> edición. Lima: Universidad del Pacífico, Centro de Investigación, 2001.

Comisión Nacional de de Supervisión de Empresas y Valores. [en línea] <<http://www.conasev.gob.pe>>.

Instituto Peruano de Economía, IPE. *Estado actual de la infraestructura de servicios públicos: Estimación de la brecha de inversión*. Lima, marzo del 2002.

López Aliaga, Rafael y Lorenzo Souza Debarbieri. *Banca de inversión en el Perú*. Piura: Universidad de Piura, 2000, 2001 y 2002.

Silva Ruete, Javier. “La región y el Perú ante nuevos desafíos. Perú: Situación económica y perspectivas”. Conferencia. Lima: Ministerio de Economía y Finanzas, mayo del 2003.

Standard and Poor's. *Titulización en América Latina*, 2000.