

Los riesgos de la actividad empresarial del Estado: El caso de Petroperú

✓ gerens.pe/blog/los-riesgos-de-la-actividad-empresarial-del-estado-el-caso-de-petroperu

15 de mayo de 2024



El 26 de abril de 2024, el Dr. Arturo Vásquez Cordano, Profesor Principal y Director de Investigación de la Escuela de Postgrado GĒRENS, participó del evento «Viernes Económico» en la Pontificia Universidad Católica del Perú, junto con el Prof. Humberto Campodónico de la Universidad de San Marcos. Durante este encuentro, el Dr. Vásquez ofreció una exposición detallada sobre el papel de las empresas estatales, centrándose especialmente en el caso de Petroperú. A continuación, se destacan los puntos más relevantes presentados durante su intervención.

1. Rol del Estado en la actividad empresarial: ¿Subsidiario? ¿Estatista?

El Dr. Arturo Vásquez inició su presentación resaltando que la intervención estatal en un sector económico se justifica ante la presencia de fallas de mercado, como externalidades, asimetrías de información y problemas de equidad. Sin embargo, enfatizó que la teoría económica sugiere que dicha intervención debe ser limitada y focalizada (enfoque subsidiario), debido a los desafíos asociados con las políticas estatistas. Por lo tanto, la teoría económica recomienda la realización de un *test de fallas de mercado* o un análisis de impacto regulatorio para fundamentar la intervención estatal.

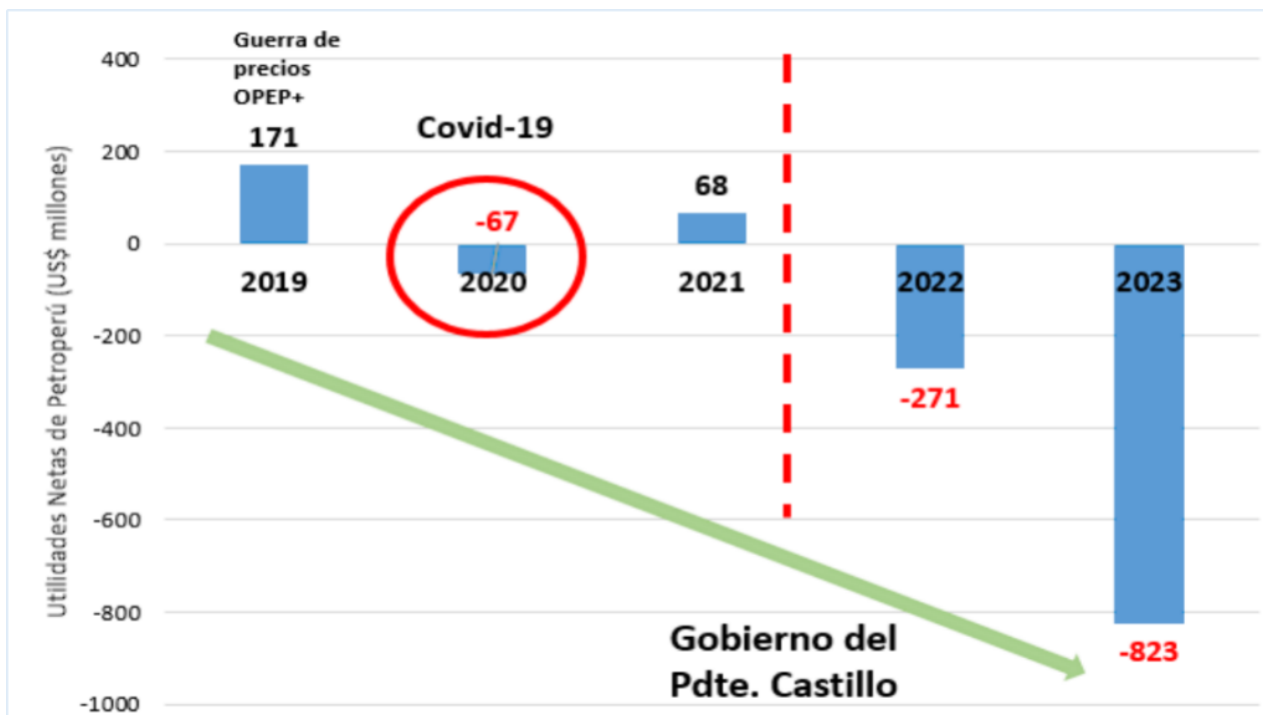
Además, el Dr. Vásquez identificó varios riesgos asociados con las empresas públicas. En primer lugar, mencionó la **falta de incentivos económicos claros**, señalando que las empresas estatales a menudo carecen de objetivos definidos y pueden verse influidas por consideraciones políticas, lo que dificulta la generación de valor económico. En segundo lugar, advirtió sobre **el riesgo de una gestión deficiente de los recursos y la seguridad energética**, lo cual puede llevar a problemas de gobernanza corporativa. En tercer lugar, destacó **el peligro de captura de la gestión por parte de partidos políticos o sindicatos**, lo que puede afectar negativamente la eficiencia de estas empresas.

El cuarto riesgo identificado por el Dr. Vásquez se refiere a **la falta de transparencia en la gestión de las empresas estatales**, lo que podría ocultar casos de malversación de fondos y fraudes financieros, facilitando la corrupción entre los funcionarios públicos a cargo de su administración. En quinto lugar, señaló el riesgo de que estas empresas se conviertan en **«agujeros negros fiscales»**, donde los fondos públicos se utilicen para financiar el aumento de capital o pagar deudas debido a una gestión ineficiente, o brindar gollerías y aumentos de sueldos no justificados a los trabajadores de las burocracias que controlan las empresas estatales. Por último, identificó el riesgo de **facilidades regulatorias discriminatorias** en favor de las empresas estatales, lo que podría relajar las normativas de seguridad y de medio ambiente en su beneficio.

2. Caso Petroperú: ¿Crónica de una muerte anunciada?

Posteriormente, el Dr. Vásquez presentó evidencia que demuestra cómo los seis riesgos identificados anteriormente se han manifestado en la empresa estatal Petroperú. Durante períodos de control estatal, la utilidad neta de la empresa ha sido negativa. Por ejemplo, entre los años entre 1986 y 1992, Petroperú acumuló pérdidas para el Estado por un total de US\$ 3,920 millones (en valores corrientes). Sin embargo, tras su privatización y su incorporación en el FONAFE, entre los años 1993 y 2005, la empresa generó utilidades acumuladas por US\$ 259 millones. Durante el auge de los precios del petróleo, entre los años 2006 y 2013, Petroperú también registró ganancias significativas. Sin embargo, desde 2019 hasta 2023 (ver Ilustración 1), las utilidades cayeron considerablemente, acumulando pérdidas por más de US\$ 902 millones (en valores corrientes). Este último período estuvo marcado por una intervención estatal elevada, la pandemia de Covid-19 y actos de corrupción, lo que desencadenó una crisis de deuda a corto y largo plazo para la empresa.

Ilustración 1: Utilidades Netas de Petroperú (Millones de US\$)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima, Estados Financieros de Petroperú. Elaboración: Dr. Arturo Vásquez

La Tabla 1 muestra el consolidado total de los resultados económicos generados por cada período en la historia de Petroperú desde el año 1986. En total, **Petroperú generó pérdidas económicas para el Estado Peruano de US\$ 3,562 millones de dólares** en valores corrientes entre los años 1986 y 2023.

Tabla 1: Pérdidas Netas acumuladas por Petroperú entre 1986 y 2023

Etapas	Creación de Valor	US\$ millones corrientes
Período 1986-1992	Pérdidas	-3920
Período 1993-2005	Utilidades	259
Período 2006-2018	Utilidades	1001
Período 2019-2023	Pérdidas	-902
Total Pérdidas Netas		-3562

Fuente: Memorias Anuales y Estados Financieros de Petroperú. Elaboración: Dr. Arturo Vásquez.

Petroperú ha dependido en gran medida de rescates fiscales por parte del Estado para sostener sus operaciones. En el año 2017, el Gobierno realizó la primera inyección de capital por un monto de US\$ 325 millones, destinados a la construcción de la Nueva Refinería de Talara (NRT). Sin embargo, a pesar del proceso de reestructuración de la empresa y su incorporación a FONAFE mediante el Decreto Legislativo N° 1292, en

noviembre de 2018 el Congreso deshizo estas reformas liberando a Petroperú de la gestión de FONAFE mediante la Ley N° 30873. Posteriormente, comenzaron a surgir ineficiencias en la gestión del proyecto PMRT y los costos de la refinería se dispararon a cifras exorbitantes. Se debe recordar que los estados financieros de la empresa del año 2022 mostraron que **el gasto de capital (CAPEX) para la Nueva Refinería de Talara (incluyendo los intereses preoperativos) ascendió en realidad a un valor de US\$ 6,500 millones** respecto a los US\$ 1,300 millones inicialmente proyectados para el proyecto de modernización de esta refinería (PMRT) a principios de la década del 2010.

En mayo de 2022, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) otorgó a Petroperú un nuevo préstamo por US\$ 750 millones (Decreto de Urgencia N° 010-2022). En octubre del mismo año, el Gobierno aprobó un aporte de capital por S/4,000 millones (Decreto de Urgencia N° 023-2022). Posteriormente, en febrero de 2024, el Ejecutivo aprobó el Decreto de Urgencia N° 004-2024, otorgando a Petroperú un préstamo de US\$ 800 millones y garantías adicionales por US\$ 500 millones.

Este constante flujo de recursos hacia Petroperú ha tenido un alto costo de oportunidad para el Tesoro Público, ya que estos fondos podrían haberse canalizado hacia proyectos de inversión social, como educación, salud, seguridad ciudadana y transporte, que beneficiarían directamente a la población. **Los rescates a Petroperú desde 2017 hasta 2024 suman aproximadamente US\$ 4,000 millones (S/14,800 millones)**, una cantidad que podría haber financiado numerosas inversiones públicas a nivel nacional. Por ejemplo, con este monto se podría haber financiado la construcción de 195 colegios de alto rendimiento (COAR), 23,832 postas médicas comunales para atención primaria, 90 hospitales regionales de alta complejidad, 1 carretera de penetración de 113 km, 27,925 km de caminos afirmados, o 2,596 km de carreteras asfaltadas. La Tabla 2 resume la información sobre los rescates financieros brindados a Petroperú por el Estado Peruano desde el año 2017.

Tabla 2: Resumen de las normas aprobadas para rescatar a Petroperú desde el año 2017

Año de Rescate	Norma	Monto (US\$ millones)
2017	D.L. 1292	325
2022	D.U. 010-2022	750
2022	D.U. 023-2022	1600
2024	D.U. 004-2024	1300
Total Rescate		3975

Fuente: Diario Oficial El Peruano. Elaboración: Dr. Arturo Vásquez.

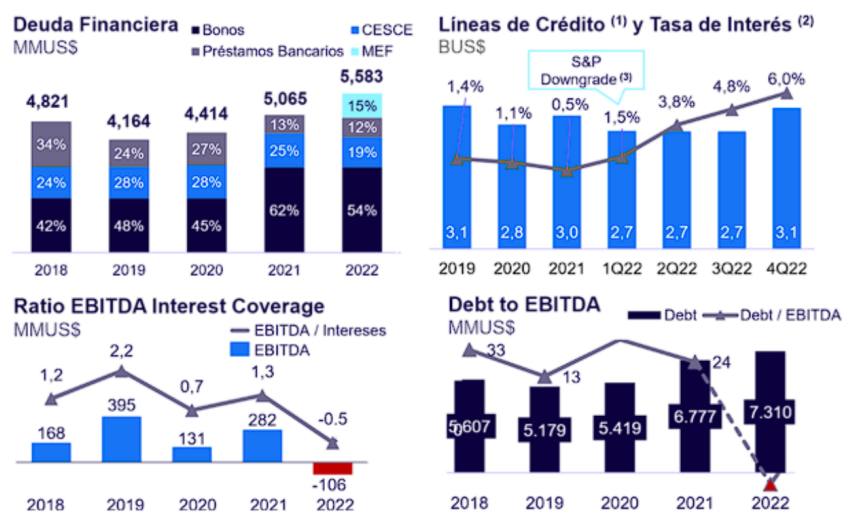
3. Informe de Arthur D. Little: la radiografía de la empresa

La firma consultora internacional Arthur D. Little presentó a mediados del año 2023 un informe exhaustivo sobre la situación económica y financiera de Petroperú, identificando varios problemas clave. Entre ellos, se destacan la alta rotación de directivos y gerentes,

la falta de continuidad en la estrategia y el incumplimiento de objetivos, debilidades en el modelo de gobierno corporativo, deficiencias en la gestión de riesgos y una notable falta de transparencia y credibilidad.

Además, Petroperú ha recurrido sistemáticamente a financiamiento externo (ver Ilustración 2) mediante deuda para cubrir sus necesidades de inversión en activos (CAPEX) y ha tenido dificultades para generar flujos de efectivo operativos, lo que ha resultado en un aumento significativo de su nivel de deuda financiera, incrementándose en un 34% desde 2019.

Ilustración 2: Requerimientos de Financiamiento (Deuda)



Fuente: Arthur D. Little (2023).

Esta situación ha llevado a un incremento en los costos de financiamiento por parte de los bancos y ha generado una carga de intereses y apalancamiento insostenible. La deuda acumulada ha erosionado considerablemente el patrimonio de la empresa (a la fecha, la deuda asciende a cerca de cuatro veces el valor del patrimonio de Petroperú). Asimismo, la crisis de credibilidad sobre Petroperú llevó a que clasificadoras de riesgo de clase mundial como Fitch Ratings degradara la calidad de la deuda de la empresa al grado de “bono basura”. La Tabla 3 resume la estimación del monto de los stocks de las deudas de corto y largo plazo de Petroperú.

Tabla 3: Resumen de la estimación del valor consolidado de la deuda de corto y largo plazo de Petroperú

Deuda de Largo Plazo	Monto (US\$ millones)
CAPEX + intereses preoperativos	6500
Intereses de la deuda (est.)	2000
Deuda de Corto Plazo	2500
proveedores + compras de crudo (est.)	
Total deuda de CP y LP	11000

Fuente: Estados Financieros auditados y preliminares 2023-2024 de Petroperú. CP: Corto Plazo. LP: Largo Plazo. Elaboración y estimaciones: Dr. Arturo Vásquez.

En total, **el stock de deuda de Petroperú a la fecha se estima que acumula un valor de aproximadamente US\$ 11,000 millones** entre deudas de corto y largo plazo. De este valor, la Nueva Refinería de Talara ha generado una deuda asociada a los costos de capital de la refinería (que incluyen los intereses preoperativos) por US\$ 6,500 millones. Se estima que este stock de deuda de largo plazo generará como mínimo unos US\$ 2,000 de intereses a pagarse en los próximos 15 años.

¹ Para mayores detalles, véase <https://rpp.pe/economia/economia/petroperu-fitch-rating-baja-su-calificacion-a-bono-basura-que-significa-noticia-1430296>

Respecto a la deuda de corto plazo, se estima que está asciende a US\$ 2,500 millones, la cual agrupa todos los impagos a proveedores, contratistas y suministradores de crudo y otros combustibles que Petroperú necesita importar.

Adicionalmente, la empresa consultora Arthur D. Little menciona que Petroperú enfrenta una alta exposición a la dinámica del mercado global de hidrocarburos debido a su dependencia de las importaciones de crudo y su capacidad de refinación limitada, infraestructura vulnerable y cierre frecuente de puertos. Aunque algunos factores transitorios han aumentado los precios internacionales, las proyecciones a largo plazo no son favorables debido a la transición energética global. Se espera que la demanda y producción de petróleo se reduzcan significativamente en el futuro cercano, lo que afectará la rentabilidad de Petroperú a largo plazo, ya que la empresa se encuentra rezagada en el proceso de **transición energética** hacia fuentes de energía más sostenibles. Asimismo, la apuesta de Petroperú es por un negocio de refinación de combustibles fósiles que serán progresivamente desplazados por otras fuentes energéticas de bajas emisiones de CO₂ y por lo cambios en los patrones de utilización de la energía de parte los consumidores, los cuales preferirán utilizar tecnologías limpias como los vehículos eléctricos.

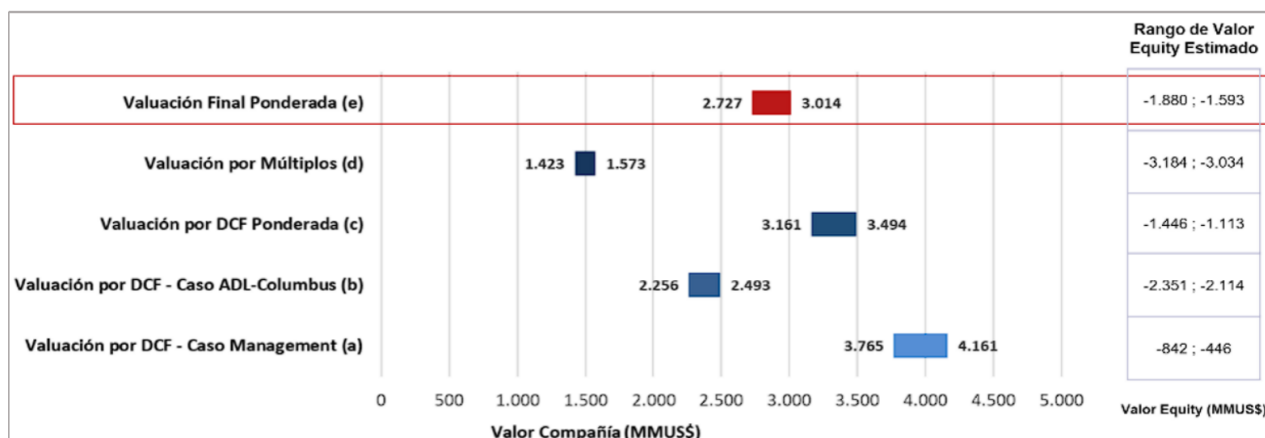
En este contexto, Petroperú enfrenta desafíos adicionales relacionados con la adaptación de la industria de la refinación para jugar un papel relevante en la aceleración de la transición energética. Las proyecciones de márgenes de refinación no son

alentadoras para la recuperación de Petroperú en un entorno global caracterizado por la disminución de la demanda de petróleo y el avance de la economía hacia el consumo fuentes de energía con menor contenido de carbono.

Otro problema es el reducido tamaño de la refinería de Talara que dispone de una capacidad nominal de procesamiento pequeña (95,000 barriles por día – bpd) en comparación con el tamaño de la demanda en el mercado de combustibles peruano (cerca a los 300,000 bpd). De esta manera, Petroperú no tiene capacidad de poder abastecer una cuota de mercado mayor con su producción propia, por lo cual se verá obligado a importar combustibles a precios mayores para poder frente a su competencia. Esta situación generará que Petroperú pierda competitividad en el mercado de combustibles y reducirá sus posibilidades para generar suficientes excedentes que le ayuden a cubrir su servicio de la deuda.

Finalmente, la consultora internacional Arthur D. Little (ADL) estima el rango del valor económico de Petroperú, considerando 5 valuaciones bajo el enfoque *football field*. (ver Ilustración 3). Todas las valoraciones del patrimonio (*equity*) de la empresa son negativas considerando diferentes métodos de valuación (el horizonte de valuación de ADL es de 10 años, entre los años 2023 y 2032). Un valor de patrimonio negativo para una empresa en la Teoría Financiera significa que la deuda vale más que los activos. Para Arthur D. Little, Petroperú producirá flujos de caja netos negativos, por lo cual está en bancarrota. El resultado de este análisis es que no se puede privatizar directamente Petroperú sin antes aplicar un plan de reestructuración integral. **El valor del patrimonio de la empresa resulta, en promedio, negativo e igual US\$ -1,737 millones promedio**; sin embargo, las valuaciones negativas del patrimonio pueden superar fácilmente el valor de US\$ – 2,300 millones (considerando el enfoque de múltiplos o el enfoque de flujo de caja descontado, DCF). La valorización de Petroperú puede deteriorarse aún más debido a que en el contexto internacional el consumo de petróleo y combustibles refinados mostrará una tendencia negativa a raíz de la transición energética global.

Ilustración 3: Valuación de Petroperú bajo el enfoque Football Field



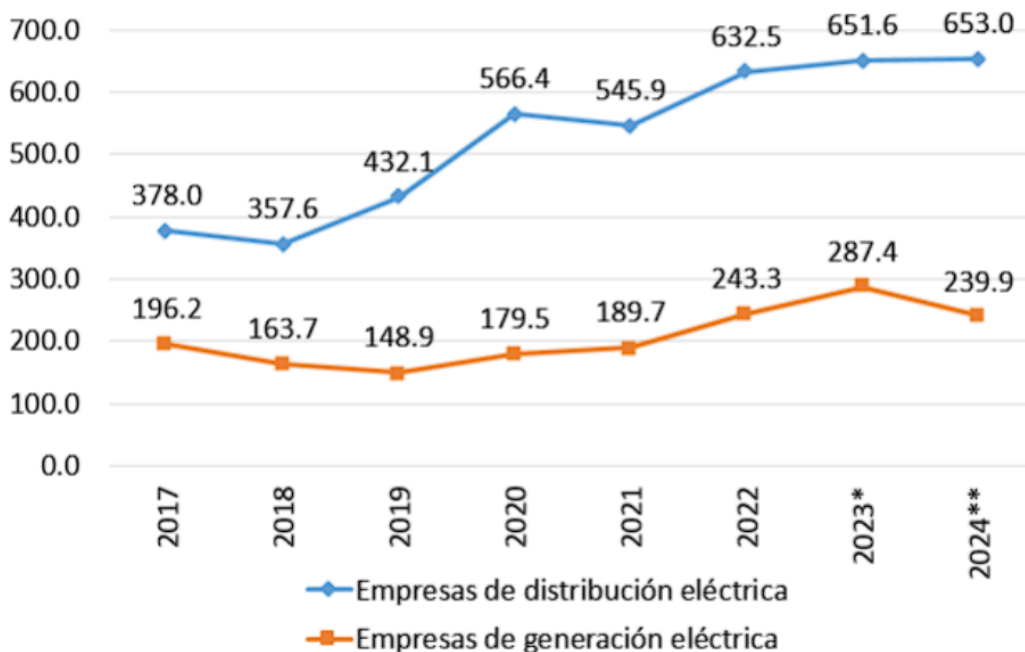
Fuente: Arthur D. Little (2023). Los valores están expresados en millones de dólares (MMUS\$).

4. La experiencia de otras empresas estatales en el Perú: el caso de FONAFE

Durante la década de 1990, el enorme déficit de las empresas estatales se estaba cubriendo principalmente con financiamiento del Tesoro Público. A fin de reducir el déficit fiscal, controlar las pérdidas de las empresas estatales, y poder gestionarlas eficientemente, se creó el Fondo de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE) en 1999 con la Ley N° 27170. Sus principales funciones son: i) normar y dirigir la actividad empresarial del Estado, ii) aprobar el presupuesto consolidados de las empresas estatales bajo su ámbito, y iii) administrar la renta producida por la inversión de las empresas de la corporación. La creación del FONAFE respondió a la necesidad del Estado de contar con una institución que liderara el sector empresarial estatal con criterios de gestión corporativa y mayor eficiencia, a fin de lograr empresas públicas mejor articuladas con las políticas de desarrollo nacional y con estrategias y acciones más coherentes orientadas hacia la eficiencia productiva y la creación de valor económico. A partir de 2006, la Corporación FONAFE ha establecido un **Modelo de Gestión Corporativa Empresarial** cuyo propósito es proporcionar los lineamientos empresariales para alcanzar los resultados de la estrategia corporativa, así como contribuir a la generación de valor en las empresas bajo su ámbito.

Por ejemplo, en comparación con Petroperú, las empresas estatales de distribución eléctrica dirigidas por FONAFE han reportado dividendos significativos, que oscilan entre los S/ 378 millones en 2017 y los S/ 653 millones en 2023 (véase la Ilustración 2). Además, estas empresas han obtenido utilidades netas positivas. Por ejemplo, en 2023, empresas como Electrocentro, Electro Sur Este, Electro Noroeste e Hidrandina registraron ganancias de S/ 147 millones, S/ 92 millones, S/ 82 millones y S/ 121 millones, respectivamente.

Ilustración 2: Dividendos percibidos por FONAFE de las empresas estatales del sector eléctrico



Fuente: FONAFE (2024). Elaboración: Propia.

*Acumulado al tercer trimestre

**Presupuesto anual

5. Conclusiones

El Dr. Vásquez concluyó su presentación resaltando que la corrupción y la designación de profesionales con criterios políticos, en lugar de por su idoneidad en posiciones clave generan ineficiencias significativas en empresas estatales a corto plazo. Además, señaló que estas empresas carecen de incentivos y están altamente influenciadas por consideraciones políticas. Por otro lado, en países con instituciones débiles, estas empresas tienden a ser ineficientes y no generan valor, lo que resulta en una explotación ineficiente de sus recursos empresariales y en pérdidas para el Estado.

Asimismo, el Dr. Vásquez resaltó que cuando el Estado asume un papel subsidiario, las empresas estatales deben operar con la misma eficiencia que las empresas privadas. Enfatizó la importancia de contar con un sólido ente supervisor y controlador corporativo, como FONAFE, para garantizar una dirección efectiva y transparente en la gestión de estas empresas, actuando en calidad de accionista en representación del Estado. Asimismo, advirtió que, si las empresas estatales no son gestionadas con un buen gobierno corporativo y no están orientadas hacia la creación de valor económico, corren el riesgo de convertirse en **agujeros negros fiscales**, tal como ha ocurrido en los casos de Petroperú y PEMEX, donde los fondos públicos se han venido desperdiciando en rescates económicos y exoneraciones de impuestos.

En cuanto al caso específico de Petroperú, el Dr. Vásquez destacó que la principal tarea del nuevo directorio es llevar a cabo una reestructuración integral de la empresa para mejorar la generación de flujos de efectivo y refinanciar su deuda a corto y largo plazo. Además, planteó la posibilidad de incorporar capital privado en el mediano plazo a través de una oferta pública inicial (OPA), como establece la Ley N° 30130 y los decretos de urgencia relacionados con los rescates. Otra política que puede ayudar a mejorar la situación de Petroperú es que esta empresa desvincule de su matriz empresarial activos no estratégicos. La situación actual de Petroperú, según el Dr. Vásquez, debería llevar a las autoridades a reconsiderar la asignación de recursos públicos hacia objetivos de política pública más urgentes para la sociedad peruana, como la seguridad ciudadana, la salud, la educación y los servicios de transporte.

6. Pronunciamiento de Petroperú

El reciente pronunciamiento del Directorio de Petroperú a la Bolsa de Valores de Lima revela una situación económica crítica para la empresa, que se encuentra en bancarrota y requiere urgentemente de un nuevo rescate económico de al menos US\$ 2,200 millones adicionales para abordar las fallas en la Nueva Refinería de Talara (NRT) y otros problemas sistémicos. Estas dificultades, conocidas pero negadas durante años, incluyen demoras en la puesta en marcha de la NRT, problemas de gestión interna y transparencia, así como deficiencias en el manejo de riesgos. En vista de las graves condiciones financieras y operativas de Petroperú, el Directorio considera imprudente

solicitar más financiamiento del Estado, proponiendo en su lugar una gestión privada (que puede implementarse a través de una junta de acreedores administrada mediante un proceso concursal ante Indecopi o un contrato de gerencia privada), con el objetivo de garantizar su sostenibilidad a largo plazo y evitar una mayor dependencia de los rescates del Estado.

El pronunciamiento del Directorio de Petroperú confirma lo expuesto en este artículo. Esta decisión del Directorio marca un cambio significativo en la dirección de Petroperú, que históricamente ha sido utilizada como instrumento político y fuente de empleo partidista. Ante el aumento de la pobreza en el Perú a una tasa de 29% y la incertidumbre sobre la efectividad de futuros rescates estatales, el Directorio considera que la gestión privada es la mejor opción para cerrar el agujero fiscal en que se ha convertido la empresa. Sin embargo, esta propuesta enfrenta desafíos significativos y requerirá la colaboración del Gobierno y los acreedores para su implementación, con el fin de garantizar la viabilidad financiera y operativa de Petroperú en el futuro.

Lima, 15 de mayo de 2024

Dirección de Investigación

Escuela de Posgrado GĚRENS

La ponencia completa se encuentra en el siguiente [enlace](#)

El pronunciamiento del Directorio de Petroperú (del 13 de mayo del 2024, COM-10, último acceso: 14/05/2014) se encuentra en el siguiente [enlace](#)

The banner features a green background with a white logo of a ship in a circle on the left, labeled 'Departamento Académico de Economía'. On the right, a blue box contains the text 'VIERNES ECONÓMICO'. The main title 'El rol empresarial del Estado: El caso de Petroperú' is in large white font. Below the title, the date and time '26 de abril 2:00 pm' and the location 'Auditorio Gustavo Gutiérrez (Facultad de Ciencias Sociales)' are listed. Three circular portraits of speakers are shown: Arturo Vásquez (PUCP) as the first speaker, Humberto Campodónico (UNMSM) as the second speaker, and Isabel Guerrero (PUCP) as the moderator. At the bottom, there is a Zoom logo with the text '*Previo registro' and a Facebook LIVE icon with the handle '/deconpucp/'.