

Algunos apuntes sobre el Project Finance



CARLOS GÓMEZ DE LA TORRE PEROCHENA

Abogado por la Universidad Católica de Santa María.
Egresado de la Maestría en Finanzas y Derecho
Corporativo por la Universidad ESAN.

CHRISTIAN CASTELLARES ALFARO

Abogado por la Universidad de Lima
con estudios de postgrado en Finanzas Corporativas
en la Universidad de Lima.

Sumario:

- I. Introducción.
- II. ¿Cómo financiar un proyecto?
- III. ¿Qué es el project finance?
- IV. ¿Cuáles son los riesgos asociados a un project finance?
- V. ¿Qué debemos considerar al momento de su evaluación?
- VI. ¿Por qué optar por el project finance?
- VII. ¿Quiénes intervienen en un project finance?
- VIII. ¿Qué clase de acuerdos contractuales podemos encontrar en un project finance?
- IX. ¿Qué ventajas podemos obtener del project finance?
- X. ¿Qué desventajas podemos encontrar?
- XI. Reflexión final.

I. INTRODUCCIÓN

El Estado tiene un rol protagónico en el desarrollo de la infraestructura del país favoreciendo su ejecución y por consiguiente, el desarrollo de la economía nacional. Actuando en favor del desarrollo de la infraestructura no solo provee de las reglas necesarias para la promoción de la inversión privada sino también define los requisitos y demás características de la misma. Es aquí que el *project finance* adquiere gran importancia debido a que (a través de este) se puede proveer de recursos adicionales (y virtualmente ilimitados) al desarrollo de la infraestructura que el sector público no es capaz de proveer por sí mismo, debido (entre otros) a la necesidad de reducir el endeudamiento público (así como el déficit fiscal), a los grandes volúmenes de recursos involucrados y a la comprobada ineficiencia de la gestión del sector público en los negocios. Por ejemplo, el *project finance* puede ser ventajoso para un país en vías de desarrollo que tiene un recurso valioso, cuenta con partes responsables que quieren explotar el mismo y que carece de los recursos financieros para proceder con el proyecto.¹

En los últimos años, el *project finance* ha sido aplicado al financiamiento de refinerías, gasoductos y oleoductos, plantas de generación de energía eléctrica, proyectos hidroeléctricos, puertos y aeropuertos, proyectos mineros, carreteras con sistema de peajes, sistemas de transporte público de pasajeros; proyectos o emprendimientos que, de no existir esta figura, habrían sido financiados y ejecutados por el sector público, con recursos públicos o con endeudamiento internacional. Los candidatos ideales para el *project finance* son proyectos de inversión de capital (1) capaces de funcionar

como unidades económicas independientes, (2) que pueden completarse sin incertidumbre, y (3) que una vez terminados, tendrán un valor probadamente mayor al costo de su construcción.²

II. ¿CÓMO FINANCIAR UN PROYECTO?

Un proyecto puede ser financiado de varias maneras. Puede ser financiado dentro del negocio existente de una compañía, tomando deuda o aumentando su capital. En este caso, la compañía utiliza su propio flujo de caja y líneas de crédito para financiar el proyecto y de ser necesario, solicitará a los bancos nuevas líneas de crédito o a sus accionistas capital adicional y en una actitud más agresiva, saldrá al mercado a obtener dichos recursos, mediante la emisión de bonos (deuda) o acciones (capital). Puede también ser financiado a través de un vehículo especial (una sociedad proyecto o SPE³) que será constituido con la sola finalidad de llevar adelante un único proyecto. Una SPE es una sociedad sin historia operativa, a la que los inversionistas y prestamistas⁴ destinarán recursos (a través de un esquema de *project finance*) para ser destinados por esta a la ejecución de un único proyecto. Al no tener la SPE historia operativa, su viabilidad depende exclusivamente del flujo de caja que será capaz de generar el proyecto una vez operativo.

Existen diversos motivos por los cuales una compañía decide optar por financiar un proyecto directamente o a través de una estructura de *project finance*; no siendo materia de este artículo el análisis de las decisiones de inversión ni su justificación desde el punto de vista de las finanzas corporativas. Sin embargo, debido a la complejidad del análisis del proyecto y al número de partes involucradas, podemos

1 FINNERTY, John D., *Project Finance: Asset-Based Financial Engineering*, 2da Ed., John Wiley & Sons, 2007, p. 4 (Traducción de los Autores).

2 *Ibidem*, p. 8 (Traducción de los Autores).

3 Sociedad de Propósito Especial o SPV por sus siglas en inglés.

4 A lo largo de este artículo nos referiremos a cualquier proveedor de deuda como prestamista, sin importar si se trata de bancos u otros agentes de financiamiento.

afirmar que el *project finance* es una estructura financiera que conlleva un mayor costo; inclusive, en lo que respecta a las tasas de interés, lo que no necesariamente es una desventaja debido a que el alto grado de apalancamiento de la SPE genera un mayor ROE⁵ para el inversionista. Veamos como:

	Bajo Apalancamiento	Alto Apalancamiento
Costo del proyecto	1000	1000
(a) deuda	300	700
(b) capital	700	300
(c) ganancia del proyecto	100	100
(d) tasa de interés compensatorio de la deuda	5%	7%
(e) intereses a pagar [(a) x (d)]	15	49
(f) ganancia [(c) - (e)]	85	51
ROE [(f) / (b)]	12%	17%

Como se aprecia del cuadro anterior, entre dos proyectos iguales, a mayor la relación deuda/capital, mayor el ROE; es decir, mayor el beneficio para los promotores.⁶

III. ¿QUÉ ES EL PROJECT FINANCE?

Para FINNERTY⁷ el *project finance* puede ser definido como *la recaudación de fondos con recurso limitado o sin recurso para financiar un proyecto de inversión de capital económicamente separable en el cual los proveedores de fondos miran principalmente el flujo de caja del proyecto como la fuente de fondos para el servicio de sus préstamos y proveer el retorno de y sobre el capital invertido en el proyecto.*

Otra definición es la de HOFFMAN⁸ para quien el *project finance* es *una estructura de financiamiento sin recurso o con recurso limitado, en la cual la deuda, el capital y otros arreglos financieros son combinados para la construcción y operación de una determinada infraestructura en una industria*

de capital intensivo, en la cual los prestamistas evalúan su crédito en base a los ingresos de las operaciones proyectados, y se basan en los activos del proyecto, incluyendo cualquier ingreso de un contrato del proyecto y cualquier otra generación de flujo de fondos por parte del proyecto, como garantía de la deuda.

Ambas definiciones resumen algunas características esenciales y comunes a todo *project finance*:

- requerimiento de grandes volúmenes de capital,
- financiamiento sin recurso o con limitado recurso frente a los promotores; y,
- el flujo de caja del proyecto como único medio de repago del financiamiento.⁹

Considerando lo señalado, podemos definir al *project finance* como una técnica de financia-

5. Return on Equity o Retorno sobre el Capital.

6. El aumento se da por el mayor riesgo asumido por los promotores; ello, debido a que su rendimiento se encontrará subordinado al pago de los prestamistas. Sin embargo, si el proyecto no genera el flujo de caja requerido, la utilidad será menor a la esperada e incluso, los promotores podrían perder su capital y el repago de la deuda podría perjudicarse.

7. FINNERTY, John D. Op. Cit., p. 1 (Traducción de los Autores).

8. HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of International Project Finance*, Kluwer Law International, 1999, p. 4, citado por VILLEGAS, Carlos G. y VILLEGAS, Carlos M., *Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas*, Dykinson, Madrid, 2001, p. 633.

9. Esta es la principal (sino la única diferencia) entre el denominado *project finance* y el financiamiento convencional o corporativo, donde el financiamiento (convencional o corporativo) se otorga contra el balance de la compañía y no contra el proyecto en sí mismo.

miento que, sobre la base de un adecuado análisis y asignación de riesgos, permite la obtención de grandes cantidades de recursos, sea a través de deuda o capital (con mayor preponderancia de deuda que de capital) para el desarrollo de grandes proyectos de inversión, donde los términos y condiciones de la deuda se diseñan a la medida de la capacidad de generación de flujo de caja y características particulares del proyecto. El término *project finance* fue acuñado por banqueros para hacer referencia a un método particular de las finanzas corporativas donde los proyectos que utilizan esta técnica tienen un alto índice de endeudamiento; es decir, son altamente apalancados y reciben financiamiento sin recurso o con recurso limitado frente a los promotores.

Sin embargo, aún cuando la definición de *project finance* resulta bastante sencilla, el término es muchas veces utilizado erróneamente y no implica *un medio para recaudar fondos para financiar un proyecto que es tan débil económicamente que puede no ser capaz de servir su deuda o proporcionar una tasa de retorno aceptable a los inversionistas de capital*.¹⁰

A diferencia del *project finance*, un préstamo convencional o corporativo es desembolsado principalmente contra el balance de una compañía y sus proyecciones (asumiendo que la compañía seguirá en actividades por un periodo indefinido, por lo que podrá ir amortizando su deuda). El otorgamiento de un financiamiento convencional o corporativo implica el análisis de los estados financieros de una compañía en marcha, sus activos y pasivos totales y la capacidad de generar un flujo de caja suficiente para repagar la deuda y demás obligaciones de la compañía; mientras que el *project finance* basa su análisis exclusivamente en el flujo de caja proyectado de un único proyecto, aquel cuyo financiamiento es requerido. Siguiendo a BARBIER¹¹, una diferencia [...] con el contrato de

financiación de proyectos radica en la expectativa de repago del crédito, que en aquel contrato reposa en el patrimonio del prestatario, mientras que el project finance reside en el flujo de fondos que genere el proyecto realizado.

No todos los proyectos se estructuran de la misma manera. Dependiendo del sector económico y del diseño particular del proyecto, adoptan una forma determinada no habiendo algo así como un *project finance standard*, ya que cada uno tiene sus propias características. Sin embargo, existen características comunes que podemos encontrar en todo *project finance*:

- el financiamiento es proveído a un proyecto (legal y económicamente independiente) generalmente a través de una SPE,
- usualmente para un nuevo proyecto más que para uno ya establecido (aunque no son extraños los financiamientos para la reestructuración de pasivos de un proyecto previamente financiado),
- existe un alto ratio de apalancamiento,
- no existe garantía de los promotores (financiamiento sin recurso) o existen garantías limitadas,
- el financiamiento depende (exclusivamente) del flujo de caja del proyecto para el repago de la deuda y los intereses (servicio de deuda) más que del valor de los activos del proyecto o del análisis de los resultados históricos del mismo,
- la garantía principal de los prestamistas son los contratos del proyecto, sus licencias o los derechos de propiedad y/o explotación de los recursos naturales vinculados al proyecto¹²; y,

10 FINNERTY, John D., *Op. Cit.*, p. 2 (Traducción de los Autores).

11 BARBIER, Eduardo Antonio, *Constitución Bancaria 2*, Empresas, Astrea, Buenos Aires, 2002, p. 201.

12 Es usual que los activos físicos de la SPE valgan mucho menos que la deuda si son ejecutados (vendidos) individualmente en caso de un incumplimiento de esta para la devolución del financiamiento.

- el proyecto tiene una duración determinada basada en factores como la vigencia de las licencias, los contratos o las reservas de recursos naturales vinculados al proyecto.

IV. ¿CUÁLES SON LOS RIESGOS ASOCIADOS A UN PROJECT FINANCE?

De una manera muy resumida podemos señalar que existen cuatro clases de riesgo en un *project finance*. Todo *project finance* contendrá distintas proporciones de ellos, siendo indispensable que los prestamistas tengan en cuenta los mismos y analicen su correcta asignación y mitigación. Estructurar adecuadamente el proyecto es un ejercicio metódico y laborioso consistente en buscar cada participante, cada flujo y cada riesgo posible, y tratar de compensarlos entre sí.¹³

Riesgos de terminación: son aquellos riesgos que abarcan la fase previa a la operación del proyecto. Pregunta clave para iniciar el análisis de los riesgos de terminación es: *¿puede el proyecto completarse a tiempo y dentro del presupuesto?* Podríamos decir que los riesgos asociados a la terminación del proyecto son los de mayor impacto dado que, en el peor de los escenarios, implicarían que el proyecto no se concluya, nunca genere ingresos y por lo tanto la deuda no sea atendida.

Riesgos de operación: son los riesgos que podrían presentarse una vez culminada la construcción y equipamiento del proyecto y que tendrían un impacto en la operación a largo plazo del mismo. Para poder delimitar los riesgos de operación, se define como terminado un proyecto cuando, luego de haber sido este construido y equipado íntegramente, este opera dentro de las especificaciones requeridas. Para el éxito del

project finance, no es lo mismo que el proyecto "pueda operar" a que el proyecto "opere". El proyecto debe "operar" dentro de las especificaciones técnicas bajo las cuales fue ejecutado.

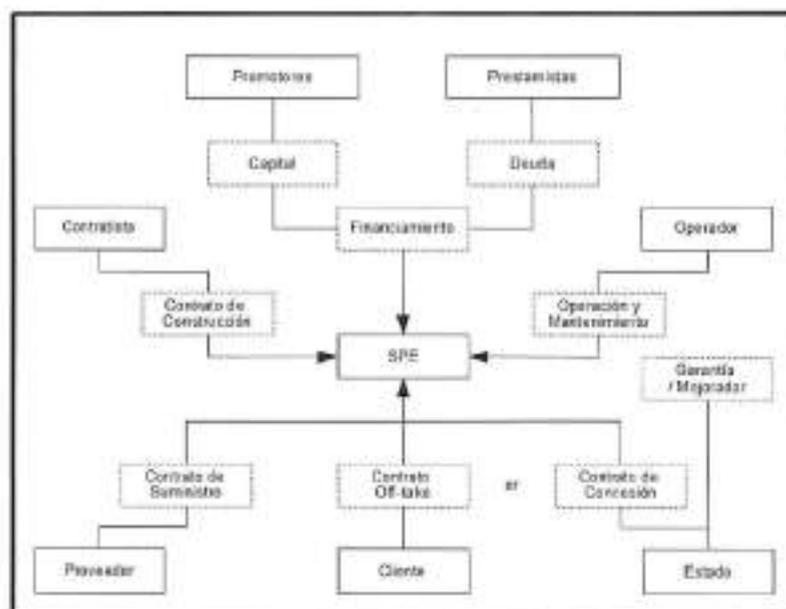
Riesgos de mercado: un proyecto puede ser terminado satisfactoriamente y operar dentro de las especificaciones técnicas requeridas y sin embargo, un cambio en el mercado (obviamente producido luego de culminado el proyecto) podría traer como consecuencia que los productos o los servicios no sean competitivos y por lo tanto, carezcan de demanda, no generándose los ingresos necesarios para operar y cumplir con la deuda.

Riesgos medioambientales: aunque quizá puedan ser enmarcados dentro de los riesgos de terminación o de operación, consideramos que los riesgos medioambientales vinculados al proyecto merecen un título aparte. Cada día los gobiernos toman posiciones más estrictas en lo que se refiere a contaminación y daño medioambiental. Lo que genera que los proyectos requieran de una serie de licencias y permisos especiales para ser construidos (riesgo de terminación) y para poder operar (riesgo de operación).

V. ¿QUÉ DEBEMOS CONSIDERAR AL MOMENTO DE SU EVALUACIÓN?

El *project finance* depende de una evaluación cuidadosa y detallada del diseño del proyecto, de los riesgos de terminación y operación (incluyendo el de mercado y los medioambientales) y de su correcta asignación entre los inversionistas, prestamistas y demás partes involucradas. El siguiente esquema muestra un diseño muy sencillo de un esquema de *project finance* donde podemos apreciar los elementos (y relaciones) básicos involucrados en este.

13 GÓMEZ CACERES, Diego y JURADO MADKQ, Juan, *Financiación Global de Proyectos. Project Finance*, ESIC, Madrid, 2001, p. 51.



Como hemos visto hasta ahora, el riesgo del financiamiento (deuda) se encuentra directamente relacionado a la rentabilidad del proyecto. Siendo ello así, resulta extremadamente importante que el flujo de caja y la rentabilidad del proyecto sean evaluados correctamente, prestando especial atención a la viabilidad tecnológica y económica y a la disponibilidad de materia prima. La correcta evaluación de estos tres elementos hará que un *project finance* sea exitoso y pueda ser concretado o no.

Si es o no viable la tecnología asociada al proyecto es una preocupación de los prestamistas; en especial, en la escala en la que operan aquellos proyectos que utilizan la estructura del *project finance* para obtener recursos. La tecnología utilizada en proyectos como hidroeléctricas, oleoductos y gaseoductos (salvo que deseen utilizarse nuevas tecnologías en su desarrollo y explotación) ha sido ya probada a lo largo de los años y no significa una mayor preocupación para estos. Sin embargo, en aquellos proyectos que involucran el uso de nuevas tecnologías o tecnologías existentes a escalas aún no probadas, la tecnología asociada al proyecto es una

preocupación significativa para los prestamistas, para lo cual (los prestamistas) requieren del pronunciamiento de un experto independiente quien valide la viabilidad tecnológica del proyecto.

Aún más importante que la viabilidad tecnológica es la viabilidad económica. La habilidad del proyecto de operar satisfactoriamente y generar un adecuado flujo de caja es una de las principales preocupaciones de los prestamistas. Se debe estar seguro que el proyecto tendrá un flujo de caja capaz de repagar la deuda y generar una tasa de retorno adecuada para los promotores. Dentro del análisis de la viabilidad económica debe prestarse especial atención a la necesidad (o no) del mercado para los bienes o servicios que el proyecto producirá o brindará. La necesidad a largo plazo de los bienes y servicios del proyecto debe estar probada y el proyecto debe encontrarse en capacidad de proveerlos a costo de mercado obteniendo un rendimiento que cubra los costos de operación y como ya hemos mencionado, los costos de la deuda y la rentabilidad esperada del promotor. La economía del proyecto debe ser lo suficien-

temente sólida como para mantenerlo rentable frente a acontecimientos adversos, tales como la escalada de costes de construcción, retrasos en la construcción o en la puesta en marcha de las operaciones, aumentos en las tasas de interés, o fluctuaciones en los niveles de producción, precios y gastos de funcionamiento¹⁴. Como VILLEGAS y VILLEGAS¹⁵ concluyen, *la viabilidad del proyecto está basada principalmente sobre la capacidad de iniciativa de generar los flujos de fondos necesarios para el repago del financiamiento y la obtención de un rendimiento adecuado sobre el capital invertido por los patrocinadores.*

Evaluada y probada la viabilidad tecnológica y económica del proyecto, resulta necesario determinar la disponibilidad de la materia prima (recursos naturales y demás factores de producción requeridos para la operación del proyecto). Debe analizarse la cantidad de materia prima requerida por el proyecto, de tal manera que esta sea suficiente para garantizar la producción y venta de cantidades suficientes que permitan generar el flujo de caja necesario para cubrir la deuda de manera oportuna. Es de vital importancia determinar si el proyecto es titular (dueño) de la materia prima o no; si esta se encuentra presente cerca del proyecto en cantidad suficiente, para lo cual los prestamistas requerirán la certificación de expertos independientes. Es necesario contar con un adecuado suministro de materia prima que permita el abastecimiento de esta y donde la relación con los proveedores y los contratos de suministros sean de largo plazo, siempre mayor al plazo de la deuda.

Otro factor de análisis es la administración del proyecto. En un gran número de proyectos los promotores no cuentan con la experiencia necesaria; por lo que muchos de ellos suscriben contratos de gerenciamiento para asegurar que personal capacitado sea quien conduzca y opere el proyecto.

VI. ¿PORQUÉ OPTAR POR EL PROJECT FINANCE?

La principal razón, aislar el riesgo, registrándolo fuera del balance del promotor, de tal manera que un eventual fracaso del proyecto no genere un daño en la situación financiera del promotor. Muchas veces el deseo de aislar el riesgo se conjuga con el deseo de compartir este y es donde se invitan uno o más inversionistas de capital a participar del proyecto, sea porque el proyecto es de gran envergadura o sencillamente porque el promotor original no quiere tomar todo el riesgo; lo cual nos da una clara imagen de cuales son sus principales ventajas.

VII. ¿QUIÉNES INTERVIENEN EN UN PROJECT FINANCE?

Son muchas las partes que intervienen en un *project finance*. Intentaremos en este artículo dar un alcance respecto de las mismas, alcance que esperamos permita aclarar su participación.

Promotores: los promotores son los principales interesados en el proyecto. Son parte clave de todo *project finance*, los prestamistas requieren promotores con experiencia en la industria y por lo tanto, con la habilidad de respaldar técnicamente el proyecto, que aporten una cantidad razonable de capital en el proyecto, que desarrollen acuerdos contractuales sobre la base del principio de *arm's-length* con la SPE y los demás promotores y que cuenten con la habilidad financiera para hacer frente a posibles variaciones en el costo del proyecto mediante nuevos aportes de capital. En un *project finance* podemos encontrar tres clases de promotores: (i) industriales y tecnológicos, (ii) financieros; y, (iii) proveedores y suministradores.

SPE: es la compañía constituida especialmente para la ejecución del proyecto. Los promotores,

14 FINNERTY, John D., *Op. Cit.*, p. 7 (Traducción de los Autores).

15 VILLEGAS Carlos G. y VILLEGAS Carlos M., *Aspectos legales de las finanzas corporativas*, Dykinson, Madrid, 200, p. 667.

a través de la SPE consiguen aislar el riesgo del proyecto de sus propios negocios.

Consultores y asesores externos: son compañías independientes de los promotores que realizan los análisis y estudios del proyecto, validando no solamente la viabilidad tecnológica sino también la viabilidad económica del proyecto. Los consultores y promotores tienen la tarea de demostrar la viabilidad del *project finance*, estructurar el mismo y en algunos supuestos, atraer inversionistas al proyecto. La gama de consultores externos es muy variada, pudiendo encontrarse asesores legales, técnicos, medioambientales, financieros, de mercado, entre otros.

Entidades financieras: quienes actúan como prestamistas estructurando la deuda del proyecto. Dentro de las entidades financieras que suelen participar en un *project finance* podemos encontrar a las compañías de seguro, bancos comerciales, bancos de inversión, bancos multilaterales, fondos mutuos y fondos de inversión, entre otros, que están dispuestos a proveer recursos financieros bajo la calidad de deuda al proyecto.

Adicionalmente, en un *project finance* participan el constructor, el operador, el administrador, los clientes, etcétera; de cuya relación armoniosa depende el éxito del proyecto.

VIII. ¿QUÉ CLASE DE ACUERDOS CONTRACTUALES PODEMOS ENCONTRAR EN UN PROJECT FINANCE?

El diseño y la estructura del *project finance* se desarrolla sobre una gama bastante amplia de actos y contratos, los mismos que son necesarios para el inicio y posterior desarrollo del proyecto. Estos acuerdos contractuales establecen los términos y condiciones generales de las relaciones entre los participantes del proyecto. Todo *project finance* requiere de relaciones duraderas entre sus participantes a un costo razonable, es por ello que se requiere que el cierre de los contratos signifique el inicio de una relación armoniosa entre sus partes.

Existen dos grandes grupos de acuerdos contractuales vinculados a un *project finance*: (i)

aquellos relacionados directamente a la ejecución del proyecto; y, (ii) los relacionados al financiamiento del mismo. Dentro del primer grupo podemos encontrar contratos tales como el contrato de concesión y los contratos técnicos (a manera de ejemplo, el de construcción, el de suministro, el de gerenciamiento, los contratos de compraventa, etcétera). Conforman el segundo grupo, los contratos de financiamiento del proyecto, es decir, el contrato de préstamo sindicado, el acuerdo marco entre acreedores garantizados, los contratos de garantía, los de medio de pago y el contrato de emisión de valores. A continuación analizaremos aquellos con mayor relevancia en nuestro mercado.

Contrato de concesión: el contrato de concesión es celebrado entre la SPE, sus accionistas o los propios promotores y el Estado. El contrato de concesión constituye el más importante de la relación de contratos para el desarrollo del proyecto, cuando el proyecto es estructurado vía el otorgamiento de una concesión. En este contrato se establecen una serie de conceptos y se regulan determinados procedimientos como por ejemplo, (i) las condiciones para determinar la terminación del proyecto, (ii) los servicios requeridos y la retribución por ellos (o la fórmula para determinarla), (iii) los niveles de supervisión, (iv) los compromisos, obligaciones y derechos de las partes, (v) las disposiciones vinculadas con la terminación del contrato, (vi) las indemnizaciones y reparaciones, (vii) las disposiciones vinculadas con la transferencia de los activos de la concesión; y (viii) las condiciones generales del financiamiento, sus garantías, plazos y términos especiales.

Es el contrato de concesión el que da inicio al proyecto. Este inicia su vigencia con la delegación o transferencia de la concesión por parte del sector público a favor de la SPE, activando la etapa de construcción de la infraestructura.

Resulta importante señalar que los términos y condiciones establecidos en el contrato de concesión deberán ser lo que denominamos *bancables*; es decir, deberán permitir la participación de los prestamistas adecuados a la estructura particular del *project finance*. Es

importante mencionar que los derechos de titularidad del concesionario (en especial, el derecho de pago) deben ser otorgados o constituidos de tal manera que puedan servir como subyacente del financiamiento. Se requiere entonces que los activos del proyecto puedan ser dispuestos u otorgados como medio de pago y garantía de las obligaciones adquiridas frente a los prestamistas. Hacemos esta precisión, dado que hemos podido comprobar la inclusión de ciertos términos restrictivos en algunos contratos de concesión que impiden la estructuración de un eficiente esquema de financiamiento, restringiendo el ingreso o participación de determinados agentes, lo que obstaculiza la colocación o adquisición de la deuda que la SPE pueda solicitar o emitir.

Es importante anotar que la estructura contractual de los proyectos se configura bajo diferentes modalidades, las cuales resumimos a continuación:

Proyecto BOT: la modalidad BOT (*Build-Operate-Transfer*) se configura cuando la infraestructura es entregada al concesionario para que sea mejorada y mantenida por este último, es decir, el concesionario opera la infraestructura o presta los servicios convenidos en el contrato de concesión, sin ser propietario de los activos que la conforman. Bajo esta modalidad, el concesionario no mantiene el derecho de propiedad de los activos (y demás derechos) que conforman la concesión, por lo que no podrá gravar ni afectar en garantía los bienes de la concesión ya que solo mantiene un derecho de posesión temporal de dichos activos. La estructura contractual de un proyecto BOT es aplicada especialmente a proyectos de transporte, saneamiento, entre otros. A manera de ejemplos, resulta importante mencionar la concesión de infraestructura de aeropuertos o las concesiones de ferrocarriles del centro y del sur del país.

Proyecto BOOT: el otorgamiento de una concesión bajo modalidad BOOT (*Build-Own-Operate-*

Transfer) se configura cuando el concesionario tiene el encargo de diseñar, construir y mantener la infraestructura. La diferencia entre las modalidades BOT y BOOT es que en la última, no hay infraestructura preexistente sino que el concesionario se encargará de su diseño y construcción. Bajo la modalidad BOOT, la infraestructura es de propiedad del concesionario durante el plazo de la concesión. Vencido dicho plazo, los activos retornan en propiedad al concedente, mediante la transferencia que de estos realiza el concesionario. La reversión de la propiedad será prevista para cuando los promotores hayan obtenido la devolución del capital invertido en el proyecto además de una ganancia interesante respecto del mismo. Queda claro que esta modalidad sí permite utilizar los activos de la concesión como subyacente o garantía del financiamiento que reciba la concesionaria para la ejecución del proyecto. A manera de ejemplo, la concesión de Camisea y las demás concesiones para la explotación y transporte de gas natural han sido otorgadas bajo la modalidad BOOT.

Como concluye RONCEROS¹⁶, [...] *con la finalidad de poder diseñar proyectos bancables es importante que se estructuren proyectos de infraestructura que respondan a la necesidad de mitigación de riesgos en atención a las características y particularidades de cada proyecto.* Esto ha generado la estructuración de proyectos mediante nuevas modalidades dirigidas a identificar y mitigar los riesgos atribuidos a determinados sectores económicos y empresariales vinculados con los proyectos. Bajo este contexto, podemos mencionar las siguientes: BBO (*Build-Buy-Operate*), BOO (*Build-Own-Operate*), BOOS (*Build-Own-Operate-Sell*), BOOST (*Build-Own-Operate-Subsidise-Transfer*), BLT (*Build-Lease-Transfer*), BLOT (*Build-Lease-Operate-Transfer*), BOR (*Build-Operate-Renewal*), BRT (*Build-Rent-Transfer*), BTO (*Build-Transfer-Operate*), DBFO (*Design-Build-Finance-Operate*), DCMF (*Design-Construct-Manage-Finance*), DOT (*Develop-Operate-Transfer*), LDO (*Lease-Develop-Operate*),

16 RONCEROS, Miguel A., *Aproximaciones al project finance*. En: Revista *Just y Ventas*, No. 31, 2005, p.369.

LROT (*Lease-Refurbish-Operate-Transfer*), entre otros.

Contrato de construcción: el contrato de construcción lo celebra la SPE y la empresa encargada de la construcción de la infraestructura del proyecto, usualmente, uno de los promotores. El contrato de construcción es sumamente importante para el desarrollo del proyecto y es uno de los más analizados por los prestamistas, dado que durante la fase de construcción estos asumen los mayores riesgos, debido a que realizan los desembolsos del financiamiento, otorgando periodos de gracia (en tanto no se inicie la fase o etapa operativa) a la SPE; fase durante la cual, por obvias razones el proyecto aún no genera ingresos.

Con la finalidad de mitigar los riesgos vinculados al proyecto y a efectos de darle previsibilidad al mismo, es usual incluir en este contrato cláusulas "llave en mano", pactando un precio fijo como contraprestación de la entrega de la obra construida y operativa. Es importante señalar que el contratista se encargará del diseño, construcción y montaje de todo el equipamiento necesario hasta la puesta en marcha de la obra. Por lo tanto, el contrato de construcción en un *project finance* es generalmente otorgado bajo la forma de un contrato para el diseño, ingeniería y construcción del proyecto y la adquisición o fabricación de cualquier plataforma o el equipo necesario (es decir, un contrato "llave en mano" que implica la responsabilidad de entregar un proyecto completo totalmente equipado y listo para su funcionamiento)¹⁷. Sin embargo, existen proyectos en los que esta clase de acuerdos contractuales no son viables. Así, aquellos proyectos en los que se requiere de una inversión gradual para el desarrollo de una infraestructura o red, como por ejemplo, redes de distribución eléctrica o de telecomunicaciones, no son estructurados por la base de esta modalidad contractual.

Para la fijación del precio de la contraprestación por la entrega de la obra, la mayoría de estos contratos son diseñados bajo procedimientos de "suma alzada"; acordándose un precio fijo. Sin perjuicio de ello, es recomendable, que se incluyan cláusulas de "ajuste" del monto pactado en caso de variación del costo de la obra o similares. Al igual que se fija el precio, la fecha de entrega de la obra es fija, debiéndose pactar un régimen de penalidades en caso de incumplimiento, entrega parcial o tardía; así como un régimen de premios en caso de entrega anticipada. Esto es importante en la medida que existen incentivos para asegurar la entrega oportuna y con ello, la viabilidad del proyecto.

Los términos y condiciones vinculados con la ejecución de obra deberán contemplar la posibilidad de incluir cambios en la ejecución de la misma, es decir, se requiere que el contrato de construcción sea flexible y permita algunos ajustes. Asimismo, este contrato debe establecer las condiciones en las que el contratista podrá subcontratar, debiendo establecer los supuestos que requieren la aprobación previa de la SPE y aquellos que no. Por último, se debe establecer el régimen de seguros que debe mantener el contratista, con la finalidad de no afectar el repago del financiamiento.

Un contrato donde el precio y el tiempo de entrega son definidos y establecidos desde un inicio y bajo la modalidad de "llave en mano" transfiere el riesgo de construcción al contratista de la obra; lo que determina una mayor *bancabilidad* del proyecto. Sin embargo, esta clase de acuerdos generan mayores costos al proyecto; ya que al asumir el contratista un alto componente de riesgo, este requerirá una mayor contraprestación.

Aspectos claves a considerar en el contrato de construcción son el precio (contraprestación), forma de pago y variaciones debido a cambios en el diseño u otros, la supervisión, la definición de terminación de la construcción¹⁸, de fuerza

17 FINNERTY, John D. *Op. Cit.*, p. 106 (Traducción de los Autores).

18 Ver riesgos de operación.

mayor y suspensión; así como, la resolución de controversias.

Contrato de operación y mantenimiento: concluida la fase constructiva se da inicio a la operación del proyecto (o mejor dicho, a la operación de las instalaciones ya que el que, en un inicio era un proyecto, ahora, es una realidad). El contrato de operación y mantenimiento asegura que los costos asociados a la operación del proyecto se mantengan dentro del presupuesto proyectado. Debido a que la SPE no tiene ningún historial operativo al inicio del proyecto, los prestamistas suelen preferir (como operadores) a empresas con experiencia en proyectos similares, así como, con el suficiente respaldo financiero.

Aunque es usual que sea uno de los promotores quien tenga bajo su responsabilidad la operación y mantenimiento del proyecto, es necesario que este suscriba el contrato de operación y mantenimiento en donde se definirá su participación en el proyecto, como proveedor del mismo. Lo dicho resulta aplicable tanto al contrato de operación y mantenimiento, como al contrato de construcción o al de suministro cuando cualquiera de los promotores sea la contraparte en dicha relación.

Contrato de Suministro: es recomendable que el operador celebre contratos de suministro de largo plazo con los proveedores a efectos de mitigar los riesgos de incrementos en los precios de las materias primas y otros insumos que se requieran para la operación del proyecto. Usualmente, las cláusulas que requieren una particular negociación entre las partes son las de revisión de precios, sustitución de productos y servicios, entre otras.

Contratos offtake: o contratos de venta. Los contratos *offtake*, tienen la doble finalidad de asegurar al comprador (*offtaker*) un suministro del producto del proyecto; y al proyecto, la certeza de vender su producto. Los contratos *offtake* se presentan bajo una serie de modalidades que intentaremos resumir a continuación.

Así, encontramos una serie de acuerdos contractuales destinados a dar viabilidad al proyecto; como, el contrato *Take-or-pay*, que es aquel contrato por el cual el comprador, sin importar lo que suceda con el proyecto, se encuentra obligado a pagar una tarifa previamente establecida por una determinada cantidad del producto. El contrato *Log-term sale*, es aquel que obliga al comprador a adquirir una cantidad determinada del producto y al proyecto a proveer dicha cantidad a un precio previamente acordado entre las partes, el cual generalmente se encuentra asociado a un índice, eliminándose el riesgo de demanda aunque no el de mercado (fluctuaciones en el precio). El *Throughput contract*, generalmente utilizado en proyectos de transporte (oleoductos, gaseoductos, etcétera), es una modalidad de contrato *offtake* donde el usuario asume el compromiso de transportar un mínimo de producto a un precio previamente acordado. El *CFD* o *contract-for-differences* que implica que, en cualquier caso en que el precio de mercado del producto se encuentre por debajo del nivel mínimo establecido, el promotor se obliga a pagar la diferencia de precio.

Contratos financieros: bajo este subtítulo incluimos una serie de acuerdos contractuales que tienen por finalidad regular el financiamiento y las garantías asociadas al mismo.

Como se ha señalado en un inicio, es indispensable que la SPE determine su punto óptimo de apalancamiento y con ello, la combinación más eficiente de deuda/capital con la que afrontará el desarrollo del proyecto. Esta relación dependerá de distintos factores, tales como, el rendimiento esperado, el riesgo operativo del proyecto y las garantías que tenga el financiamiento.

Los proyectos suelen ser financiados (normalmente) por la banca comercial, entidades gubernamentales extranjeras y las entidades multilaterales, y en menor medida por inversionistas institucionales a través de la emisión de títulos de deuda en el mercado de capitales; dado que existen ciertos presupuestos o requisitos específicos para implementar este mecanismo de financiamiento que tienen como consecuencia que no sea el más usado

para financiar un *project finance*; como señalan NOYA y DE LOS HEROS¹⁹ [...] la emisión de bonos se ve limitada por la necesidad de que las obligaciones a emitirse reciban una calificación mínima de riesgo. Recordemos que la SPE, como toda nueva sociedad, es una compañía que carece de historia financiera propia, por lo tanto, es sumamente complicado acceder a una calificación de riesgo. Sin embargo, durante estos últimos años venimos encontrando estructuras de financiamiento ligadas al mercado de capitales a través de estructuras de titulización de derechos de cobro y cuentas por cobrar que sirven como subyacente del apalancamiento estructurado.

El financiamiento de un *project finance* tiene dos características principales (i) el monto de la colocación (varios millones de dólares); y, (ii) un periodo de repago de deuda estructurado, por lo general, a largo plazo. Por ello, este financiamiento implica la participación de varios bancos en la colocación del financiamiento, y por lo tanto, la negociación de un contrato de crédito sindicado. Un crédito sindicado no es más que un conjunto de créditos individuales realizado por diferentes bancos al mismo deudor y sujetos a los términos y condiciones de un solo acuerdo contractual. Al respecto PESCHIERA²⁰ menciona que el crédito sindicado [...] surge como una herramienta financiera que permite a bancos y a otras entidades financieras o prestadoras de crédito (i) prestar dinero y proveer financiamiento por encima de los límites individuales de cada prestamista establecido por la legislación local de cada uno de ellos y (ii) diversificar y compartir el riesgo crediticio de un mismo deudor entre más de un banco al mismo tiempo. Es así que cada institución financiera se compromete a colocar una determinada porción del crédito.

A continuación desarrollamos un breve resumen de los principales términos y condiciones del contrato de crédito sindicado:

Sin recurso: como hemos recalcado a lo largo de este artículo, el diseño del *project finance* descansa sobre la falta de recurso (o el limitado recurso, dependiendo de la etapa del proyecto) contra los promotores.

Compromisos o covenants: de manera adicional a la obligación de repago del financiamiento, la SPE deberá asumir una serie de compromisos con los agentes financieros participantes del contrato de crédito sindicado, tales como, obligaciones de hacer, de no hacer y financieras que tienen como propósito ejercer control sobre determinados aspectos del negocio, las actividades de la SPE y el proyecto. El número y extensión de compromisos dependerá de cada transacción particular, atendiendo a circunstancias tales como el riesgo asumido por los bancos, la confiabilidad de la sociedad solicitante, su capacidad crediticia y las características particulares del proyecto a financiar.²¹ Finalmente, podemos apreciar que los compromisos que son asumidos por la SPE en las operaciones de *project finance* son más extensos y estrictos que en el común de los contratos de crédito sindicado, dado, entre otros, a que en este tipo de operaciones los agentes de financiamiento suelen asumir el riesgo de éxito del proyecto.

Garantías: corresponde que el financiamiento colocada para el desarrollo del proyecto se encuentre adecuadamente garantizado con los activos de la SPE. Bajo esa premisa, se constituyen distintos tipos de garantías a favor de los prestamistas, tales como, garantías reales, personales, privilegios, cesiones de derechos y de contratos relacionados con el proyecto. Los prestamistas

19 NOYA, Ismael y DE LOS HEROS, Juan Carlos, *Para entender el project finance*. En: *Themis*, Revista de Derecho, No. 54, 2007, p. 47.

20 PESCHIERA, Diego, *Crédito de Sindicación de Crédito*. En: *Themis*, Revista de Derecho, No. 54, 2007, p. 62.

21 Grupo de Investigación *Ius et Veritas*, 2005, *Innovando el financiamiento de proyectos*. En: *Revista Ius et Veritas*, No. 30, p. 461.

(y sus asesores) cuidarán que las garantías se constituyan sobre la mayor cantidad de activos que conforman el proyecto, dado que, en caso de ejecución, es conveniente proceder con la ejecución del proyecto como un "negocio en marcha". Los prestamistas tienen claro que el valor de los activos como un todo (unidad de producción) traerá como consecuencia un mejor precio de venta que la ejecución individual de cada uno de los bienes del proyecto. Por último, es usual que las garantías que soliciten los prestamistas no estén circunscritas únicamente a los activos propios de la SPE, sino que además, podrán solicitar garantías adicionales, tales como, *comfort letters* de los promotores, *standby letters of credit*, cartas fianza, pólizas de seguros, compromisos de aportes de capital, entre otros.

Acuerdo marco entre acreedores garantizados: el acuerdo marco entre acreedores respaldados (*intercreditor's agreement*) establece los términos generales para la adopción de acuerdos vinculados al financiamiento, las responsabilidades y derechos de cada partícipe del financiamiento y la administración de las garantías constituidas a favor de los prestamistas. Asimismo, se puede incluir una prelación para el cobro o repago del financiamiento en caso de ejecución de las garantías. El objetivo de este acuerdo marco es que, en la ejecución de las garantías correspondientes a un *project finance*, los prestamistas se hagan cobro de una alícuota del proyecto antes que del bien cuya compra financiaron, dado que, el valor del bien disminuye con el transcurso del tiempo y por el contrario, el proyecto incrementa su valor de acuerdo a los avances en su ejecución.

IX. ¿QUE VENTAJAS PODEMOS OBTENER DEL PROJECT FINANCE?

Entre muchas de las ventajas que trae este mecanismo de financiamiento de proyectos podemos mencionar:

Monetizar un activo: mediante la venta o suministro a largo plazo a terceros (*off-takers*), monetizándose así el activo; asegurando así la deuda que tomará para la ejecución del proyecto, ya que son estos contratos los que generarán el flujo de caja que servirá de medio de pago de la deuda.

Financiamiento de largo plazo: las estructuras típicas de *project finance* incluyen plazos para el repago de la deuda mayores a estructuras típicas de financiamiento. Los grandes proyectos de inversión, por lo general, requieren de activos muy costos cuya inversión no siempre es recobrada en el corto o mediano plazo, requiriendo de muy largos periodos de recuperación y por lo tanto, de deudas de largo plazo que no "presionen" en exceso el flujo de caja del proyecto.

Riesgo compartido, delimitación del riesgo: un proyecto podría ser demasiado grande o riesgoso para un solo inversionista. A través del *project finance* se obtiene la participación de más de un inversionista. Esto permite tanto que el riesgo se comparta entre los inversionistas y se limite la cantidad de riesgo que cada inversionista asume debido a la naturaleza del financiamiento sin recurso de la SPE.²² Por otro lado, como se presume de lo dicho anteriormente, generalmente el promotor no asegura el repago de la deuda; en dicho sentido, su riesgo está limitado exclusivamente al monto invertido como capital de la SPE.

Alto apalancamiento: como ya hemos visto, mediante el uso del *project finance*, el promotor obtiene una mayor rentabilidad sobre su inversión. El *project finance* toma ventaja del hecho que la deuda es más barata que el capital porque los prestamistas están dispuestos a aceptar un retorno más bajo (por el menor riesgo que asumen) comparados con un inversionista de capital.²³

22. YESCOMBE, E.R., *Principles of Project Finance*, Academic Press, NY, 2002, p.16 (Traducción de los Autores).

23. YESCOMBE, E.R., *Op. Cit.*, p. 4 (Traducción de los Autores).

Financiamiento fuera del balance: si el inversionista tuviera que recaudar directamente la deuda para luego proveerla al proyecto (sea como deuda o capital) la deuda recaudada figuraría en su balance. En un *project finance* al tratarse de una compañía separada e independiente (SPE), la deuda no se registra en los libros del promotor sino en los del proyecto; no afectando la capacidad financiera del promotor. Mantener la deuda fuera de balance puede generar un beneficio para el promotor, que como veremos en el siguiente punto, puede expandir su capacidad de endeudamiento.

Expansión de la capacidad de endeudamiento: cómo hemos señalado en el párrafo precedente, una de las ventajas del *project finance* es que permite al promotor financiar el proyecto en libros distintos a los suyos, generalmente los del comprador. Bajo este esquema los fondos son recaudados sobre la base de contratos de compraventa a largo plazo, cuya estructura es lo suficientemente rígida generando certeza en los prestamistas que el flujo de fondos que producirá el proyecto será suficiente para el repago de la deuda en todas aquellas circunstancias que razonablemente (y por experiencias pasadas) pueda preverse que sucederán.

Liberación del flujo de caja libre: usualmente los proyectos financiados bajo un *project finance* tienen una vida limitada y muchos de ellos son operados bajo los esquemas BOOT, BTO, BLOT o BLT donde, al concluir la vigencia de la concesión (o incluso antes) los activos serán transferidos al sector público.²⁴ Así, el flujo de caja libre (luego de cubrir los costos operativos, pagar el servicio de deuda y realizar el mantenimiento de los activos del proyecto) generalmente es destinado por la SPE para repartir entre sus accionistas (situación que es definida desde un inicio) pues son estos, antes que la administración de la SPE, quienes tomarán las decisiones sobre qué destino deberá dársele al flujo de

caja libre; lo que permite a estos invertir estos excedentes según lo decidan sin la intervención de la gerencia de la SPE.

X. ¿QUE DESVENTAJAS PODEMOS ENCONTRAR?

No todas son ventajas en un *project finance* siendo algunas de sus desventajas las siguientes:

Alto grado de complejidad: el número de partes que intervienen en un proyecto (promotores, prestamistas, proveedores, clientes, mejoradores, etcétera) hacen del *project finance* un método extremadamente complejo para obtener financiamiento. Existen diversos acuerdos contractuales que deben ser negociados entre todas las partes, lo que implica un elevado costo.

Garantía indirecta del crédito: el costo de la deuda en un *project finance* es significativamente mayor a la de un préstamo convencional debido al riesgo propio del proyecto (sin una historia operativa que haga prever su resultado) y a la ausencia de garantías específicas que permitan a los prestamistas recurrir a los promotores. Puestas así las cosas y como lo señalamos en párrafos anteriores, resulta de vital importancia que los contratos de compraventa de largo plazo se encuentren adecuadamente estructurados siendo dichos instrumentos la garantía de que el proyecto generará (bajo casi cualquier circunstancia) el flujo de caja requerido por los prestamistas que les permita financiar el proyecto. No son pocos los casos en que los promotores son a su vez compradores con lo cual, a través de contratos bajo la modalidad de *take-or-pay*, *long-term sale*, *Throughput* o *CID*, aseguran indirectamente el repago de la deuda.

Elevados costos de transacción: resulta obvio que un esquema de *project finance* tiene elevados costos de transacción. La cantidad de partes

²⁴ Nos referimos en general al sector público y no al Estado pues en muchos casos quien reciba los activos no necesariamente será el Gobierno Central sino que podrá serlo cualquier Gobierno Regional e incluso Local y en algunos casos las empresas del sector público.

involucradas y la complejidad de los acuerdos contractuales incrementan también los costos legales, de diseño y de los ingenieros independientes seleccionados por los prestamistas y contratados por el proyecto para validar la tecnología y demás condiciones del proyecto.

XI. REFLEXIÓN FINAL

Si bien es posible que el financiamiento de proyectos pueda ser estructurado vía distintas modalidades, el *project finance* se presenta

como una de las más atractivas y eficientes; y su implementación es ventajosa para un país como el nuestro, rico en recursos valiosos y habido por captar inversión privada. Finalmente, recomendamos se evalúen las ventajas y desventajas que presenta la estructuración e implementación del *project finance* y la aplicación del mismo a cada proyecto en particular, este es un trabajo que no solo requiere de abogados y expertos en finanzas sino de una gama amplia y variada de expertos y profesionales de distintos sectores.

