

# El nuevo papel de las multilaterales, las agencias de apoyo a la exportación (ECAS) y la irrupción de los Project Bonds

**JOSÉ GUARDO**

Abogado por la Universidad de Valencia,  
Maestría en la Universidad Carlos III, Madrid.

**ALEJANDRO LEÓN**

Abogado por la Universidad Pontificia Comillas, Madrid.

**GABRIEL SALARICH**

Abogado por la Universidad Pontificia Comillas, Madrid.

## SUMARIO:

- I. Resumen.
- II. Introducción y planteamiento:
  1. Situación de la financiación de proyectos en España;
  2. Breve análisis de las propuestas al amparo del marco Basilea III.
- III. Desarrollo:
  1. Nuevas tendencias en la financiación de proyectos mediante financiación bancaria:
    - 1.1 Antecedentes: rasgos configuradores de la financiación de proyectos bancaria bajo estándares anteriores a la crisis internacional;
    - 1.2 Nuevas tendencias en la financiación de proyectos bancaria.
- IV. Nuevas tendencias en los contratos de proyecto:
  1. El contrato de construcción «llave en mano» y el contrato de operación y mantenimiento;
  2. Concesiones administrativas;
  3. Fórmulas “step-in”.
- V. La intervención de otros actores no convencionales (aseguradoras, export credit agencies, instituciones multilaterales):
  1. Las compañías de seguro de crédito monolines;
  2. Las agencias de crédito a la exportación y las instituciones de desarrollo multilateral.
- VI. La opción de la financiación de proyectos mediante emisiones de bonos (project bonds):
  1. Introducción;
  2. Iniciativa BEI 2020;
  3. ¿Project bond?;
  4. Particularidades prácticas de una emisión de project bonds;
  5. Diferenciación con financiaciones bancarias.
- VII. Conclusión.



## I. RESUMEN

Se viven tiempos de cambio en el mercado de la financiación de Proyectos. La crisis económica y la nueva regulación impuesta a las entidades financieras han puesto un punto y seguido al desarrollo de un mercado que ha constituido piedra angular para el desarrollo de muchas inversiones durante los últimos 20 años.

Los equipos especializados en entidades financieras, despachos de abogados y empresas se afanan en buscar nuevas estructuras que permitan la supervivencia de esta fórmula de financiación. Aparecen nuevos instrumentos financieros y nuevos actores. Analizamos en este artículo las razones del cambio y realizamos un recorrido sobre las novedades más significativas que se van produciendo en este mercado.

## II. INTRODUCCIÓN Y PLANTEAMIENTO

### 1. Situación de la financiación de proyectos en España.

La financiación de proyectos ha sido una de las fórmulas de financiación más utilizada en España durante los últimos veinte años. Sin duda alguna, las principales causas de la expansión en España de esta sofisticada fórmula de financiación han sido, por una parte, el desarrollo de las denominadas «energías limpias» (eólica, solar fotovoltaica, solar termoeléctrica, etc.) y, por otra parte, el auge de la construcción de megaproyectos de infraestructuras bajo regímenes concesionales auspiciados por los gobiernos estatal, autonómicos y locales (principalmente, autopistas, ferrocarriles y aeropuertos).

El fuerte incremento al alza de la financiación de proyectos producido durante el citado período es evidente y queda patente tanto en el número de operaciones como en el volumen de las mismas en cuanto a importe. A modo de ejemplo, según los resultados de la *Project Finance Review* publicados por *Dealogic*, durante el ejercicio 2010 se cerraron en España un total de 106 operaciones con un valor total de 25.423 millones de dólares americanos, lo

cual suponía un incremento del 40% respecto de los resultados obtenidos en 2008. En dicho ejercicio 2010 España ocupaba el 4º puesto en el ranking por países, que repitió nuevamente en 2011. El número de operaciones cerradas en 2011 descendió hasta las 68, mientras que el valor total de las mismas se fijó en 18.387 millones de dólares americanos. Esta tendencia a la baja se acrecienta en el primer semestre del ejercicio 2012, en el que España ya no consta siquiera entre las primeras 15 posiciones por número de operaciones o volumen de las mismas en cuanto a importe.

Los factores que a nuestro juicio han llevado a esta situación de desaceleración (o, mejor dicho, a la práctica paralización del sector durante los últimos meses) son, entre otros, los siguientes:

- (i) La coyuntura general de crisis a todos los niveles (internacional, comunitaria y española);
- (ii) Las políticas de ajuste del déficit público implantadas por los distintos gobiernos en España en los últimos años y, en particular, las medidas para la restricción del «déficit tarifario»;
- (iii) La percepción entre los agentes del mercado (principalmente los inversores y entidades financieras extranjeras) de un incremento del riesgo regulatorio asociado a proyectos desarrollados en España, que ha sido el resultado de un continuo vaivén regulatorio durante los últimos cinco años principalmente;
- (iv) El profundo proceso de reestructuración bancaria ordenada en el que se encuentran inmersas las entidades de crédito españolas desde el ejercicio 2010; y
- (v) El excesivo apalancamiento, las restricciones de liquidez y el elevado índice de morosidad a que está sometido el sector financiero español.

### 2. Breve análisis de las propuestas al amparo del Marco Basilea III.



La situación esbozada en la que se encuentra el sector es previsible que en un corto espacio de tiempo también quede condicionada por las implicaciones que Basilea III va a tener para el sector bancario a nivel internacional y, en particular, para el modelo de financiación de proyecto tal y como se ha venido concibiendo hasta el momento.

El Marco Basilea III («Basilea III: Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez» aprobado en Diciembre de 2010 y la versión revisada de junio de 2011, «Basilea III: marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios») lo conforman un conjunto de propuestas para reforzar la regulación internacional sobre requisitos de capital y liquidez exigidos al sector bancario y que es continuación del denominado Marco Basilea II («Basilea II: Convergencia internacional de medidas y normas de capital» (versión refundida) aprobado en junio de 2006) inicialmente aprobado en junio de 2004.

Estas nuevas medidas en el Marco Basilea III son de especial interés ya que han sido tomadas en consideración por la Comisión Europea al aprobar el 20 de julio de 2011 el denominado paquete de medidas «CRD IV Package», que se materializa en un reglamento y en una directiva comunitarias que actualmente se encuentran en fase proyecto. El objeto de ambas disposiciones será, entre otras cuestiones, modificar el actual régimen vigente establecido a nivel comunitario en materia de requisitos de capital por las Directivas 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006 (LCEur 2006\1495) y 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006 (LCEur 2006\1496) sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

De forma muy resumida, las principales novedades en el Marco Basilea III en materia de requisitos de capital, solvencia y liquidez son las siguientes:

- (i) Mejora en la calidad del capital del sector bancario, haciendo énfasis en la capacidad del mismo para absorber pérdidas. Con este propósito, se introducen medidas para establecer con precisión qué instrumentos van a poder ser considerados capital regulatorio y cuáles no.
- (ii) Incremento muy significativo de los requerimientos mínimos de capital en términos porcentuales, tanto en lo que respecta al capital regulatorio, *common equity* y *Tier 1 Capital*.
- (iii) Constitución de colchones de capital que las entidades deberían generar fuera de los periodos de estrés para que puedan ser utilizados en el momento en que la entidad tuviera que hacer frente a pérdidas. Es el colchón de conservación de capital y el colchón de capital anticíclico.
- (iv) Introducción de un coeficiente de apalancamiento que funcionaría como un complemento del requerimiento de capital ponderado por razón del riesgo. Este ratio serviría para verificar el capital de la entidad en relación con la exposición total de la misma.
- (v) Introducción de un estándar de liquidez a nivel internacional, que hasta la fecha no existía, que incluye un Coeficiente de Cobertura de Liquidez (LCR) y un Coeficiente de Financiación Estable Neta (NSFR). El LCR es un coeficiente diseñado para garantizar que la entidad mantenga suficientes recursos líquidos de alta calidad para superar un episodio grave de tensión de un mes de duración. Mientras que mediante el NSFR se impone a la entidad la necesidad de mantener un mínimo de fuentes de financiación estables acordes a los perfiles de liquidez de sus activos, teniendo en consideración sus posibles necesidades de liquidez contingente por sus compromisos fuera de balance, para un horizonte temporal de un año.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, organismo dependiente del Banco de Pagos

Internacionales e impulsor del Marco Basilea III, ha previsto un calendario de disposiciones transitorias para la implementación de las distintas medidas en las jurisdicciones que forman parte del citado Comité (Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, Hong Kong, India, Indonesia, Italia, Japón, Corea, Luxemburgo, Méjico, Países Bajos, Rusia, Arabia Saudí, Singapur, Sudáfrica, España, Suecia, Suiza, Turquía, Reino Unido y Estados Unidos de América).

El periodo de aplicación transcurre entre el 1 de enero de 2013 y el 1 de enero de 2019, con periodos de aplicación transitoria, por lo que es complicado predecir a la presente fecha las verdaderas implicaciones para el sector bancario. En el caso de España, como miembro de la Unión Europea, habrá de hacerse seguimiento del proceso de aprobación y posterior trasposición (en lo que respecta a la directiva comunitaria) del paquete de medidas «CRD IV Package» citado.

### III. DESARROLLO

#### 1. Nuevas tendencias en la financiación de proyectos mediante financiación bancaria.

##### 1.1 Antecedentes: rasgos configuradores de la financiación de proyectos bancaria bajo estándares anteriores a la crisis internacional.

Hasta el inicio de la crisis internacional la financiación de proyectos en nuestro país contó con unos rasgos configuradores muy definidos. Entre otros, y sin perjuicio lógicamente de las singularidades asociadas a cada operación en concreto, podemos destacar los siguientes:

- (i) Financiación a muy largo plazo, con vencimientos incluso superiores a 10 años.
- (ii) Financiación barata frente a la corporativa stricto sensu. Se llegaron a otorgar financiaciones con precios por debajo incluso de los cien puntos básicos, lo cual en los tiempos presentes es implantable.

- (iii) Uso habitual aunque limitado por parte de los bancos financiadores del recurso al patrimonio universal de los sponsors para cubrir los riesgos ordinarios y extraordinarios (habitualmente identificados a la luz de la *due diligence*) inherentes al proyecto financiado,
- (iv) Escasa virtualidad del acuerdo directo como fórmula para exigir a los off-takers, contratistas u operadores la asunción de compromisos específicos frente a los bancos financiadores en el marco de la financiación.
- (v) Limitado monitoring del proyecto por parte de los bancos financiadores fórmulas de implementación eficaces de step-in-rights que permitieran a los bancos financiadores sustituir al sponsor del proyecto por un tercero en determinadas circunstancias.
- (vi) Exigencia por parte de los bancos financiadores de mantenimiento de la vinculación del sponsor con la sociedad vehículo. incluso con posterioridad a la finalización del periodo de garantía del proyecto).

#### 1.2 Nuevas tendencias en la financiación de proyectos bancaria.

En las operaciones en las que hemos estado involucrados a lo largo del ejercicio 2012 y principios de 2013 se percibe un progresivo cambio de tendencia, cuyos rasgos más característicos pasamos a enumerar a continuación:

##### 1.2.1 Novedades en los contratos de financiación.

Los principales cambios que afectan a los contratos de financiación están relacionados con el plazo y con la retribución financiera a ser percibida por los bancos financiadores.

En materia de retribución financiera, hemos identificado un incremento generalizado en los márgenes aplicables sobre el tipo de interés (EURIBOR, LIBOR, etc.) a las financiaciones de proyecto. Esta circunstancia puede atribuirse probablemente al incremento de los costes a que tiene que hacer frente el sector bancario



español para fondearse en el mercado interbancario, como resultado, entre otras cuestiones, de la bajada generalizada de los *ratings* de solvencia publicados por las agencias de calificación crediticia y, en ocasiones, el incremento del riesgo reputacional. Ante esta situación, cobran cada vez más importancia las cláusulas denominadas de «*increased costs*» (en terminología anglosajona) en los contratos de financiación, que facultarían a los bancos financiadores a repercutir a la acreditada los costes de fondeo asumidos en exceso del tipo de interés nominal con el objeto de preservar en todo momento su margen financiero.

La situación convulsa que estamos padeciendo en España acabará superándose, tarde o temprano, si bien para entonces es muy previsible que parte de las medidas propuestas en el Marco Basilea III hayan sido implementadas a nivel comunitario y se encuentren en vigor. Destacamos, por ejemplo, las medidas en materia de requisitos de capital regulatorio (tanto en términos cuantitativos como cualitativos) que previsiblemente supondrán mayores necesidades de capital de primera calidad («*common equity*», «*Tier 1 capital*», etc.) para el sector bancario, con el correspondiente incremento en lo que a costes de fondeo se refiere.

También han de tenerse en consideración los nuevos coeficientes de liquidez que por primera vez propone el Marco Basilea III, que requerirá de los bancos financiadores una mayor previsión para hacer frente a sus compromisos en el corto y medio plazo. Estas medidas tenderán a limitar la dependencia del sector bancario a los mercados mayoristas de liquidez a corto plazo para hacer frente a sus compromisos.

En materia de plazo, también hemos identificado una preferencia cada vez mayor del sector bancario a la reducción en los plazos de las financiaciones. Resultado de esta tendencia es la reaparición en el mercado de los «*mini-perm loans*», que pueden categorizarse como «*hard mini-perm loans*» o como «*soft mini-perm loans*».

Los «*hard mini-perm loans*» son créditos con un plazo máximo de cinco o siete años en

los que un porcentaje muy importante del principal de la financiación ha de reembolsarse a vencimiento. En esta modalidad de crédito bancos financiadores y *sponsor* asumen que el crédito habrá de refinanciarse en la fecha de vencimiento, si bien la renegociación de la financiación se realizaría en los términos y condiciones prevalentes en el mercado en la fecha de vencimiento. El principal riesgo asociado a esta alternativa deriva de la posibilidad de que en el momento en que haya de llevarse a cabo la refinanciación existan distorsiones en el mercado que impidan que la misma se lleve a buen término.

Los «*soft mini-perm loans*» son créditos en los que se mantienen plazos de vencimiento extensos (diez años o incluso superiores) si bien se instrumentan mecanismos en el marco de la financiación para incentivar su refinanciación por el *sponsor* a partir de un determinado año. Estos mecanismos son, entre otros, la aplicación de márgenes al crédito crecientes en el tiempo o el establecimiento de mecanismos de amortización anticipada obligatoria mediante fórmulas de «*cash sweep*» con porcentajes también crecientes en el tiempo. En esta segunda categoría de «*mini-perm loans*», el *sponsor* no ha de preocuparse por la exigencia de refinanciar el crédito en un plazo determinado, si bien llegará un momento durante la vida del proyecto en el que la totalidad de los flujos de caja se aplicarán a repagar deuda sin que aquel pueda distribuir dividendos. En definitiva, también en este caso se anima al *sponsor* a que busque otras alternativas para la refinanciación del crédito.

En uno y otro caso, una posible fórmula para la refinanciación de la financiación bancaria es la emisión de bonos bajo la modalidad de *project bonds*. Dicha fórmula, esto es, el otorgamiento de financiación bancaria con vistas a su refinanciación mediante la emisión de bonos, es lo que se conoce habitualmente en el mercado como «*bond take-out*». Analizaremos en detalle esta modalidad alternativa de financiación en un capítulo posterior, pero, por el momento, es importante destacar que en este caso el saldo obtenido como resultado de la emisión se



aplicaría íntegramente a refinanciar un proyecto ya construido y en fase de explotación. La financiación mediante *project bonds* requeriría la implementación de una estructura innovadora en materia de disposición de fondos si se empleara para financiar la construcción del proyecto, en tanto que lo óptimo desde un punto de vista financiero es que el desembolso se haga de forma sucesiva a medida que avanza la obra. En las emisiones de bonos, al contrario de lo que sucede en la financiación bancaria, el desembolso se realizaría de forma íntegra por todos los suscriptores *ab initio*.

### 1.2.2 Fórmulas alternativas para la cobertura de riesgos. El Acuerdo Directo.

El recurso al patrimonio del *sponsor* como mecanismo para cubrir cualquier riesgo (ya sea ordinario o extraordinario) en el marco del proyecto hasta la fecha había sido casi un dogma en el mercado bancario de la financiación de proyectos en nuestro país. En los últimos tiempos, no obstante, hemos identificado una tímida tendencia a la instrumentación de otros mecanismos para su mitigación, como pueden ser a modo de ejemplo, la dotación de cuentas de reserva indisponibles para un determinado destino o el otorgamiento de garantías (avales bancarios a primera demanda, seguros de caución, etc.). Esta tendencia bien podría deberse al deterioro patrimonial sufrido en los últimos años por los *sponsors* o a la bajada en los *ratings* de solvencia asignados por las agencias de calificación crediticia (en lo que respecta a las grandes compañías). Lo que sí podemos afirmar es que esta preferencia por el recurso al *sponsor* es contraria a los estándares internacionales imperantes en otros mercados, en los que se opta por las fórmulas ya señaladas u otras análogas.

A nuestro juicio es importante llamar la atención en este punto acerca del principio de asignación eficiente de los riesgos entre todos los intervinientes en el proyecto. Así, a modo de ejemplo, debería ser el contratista el que asumiera la responsabilidad en exclusiva en relación a sus trabajos para la construcción del proyecto (incluyendo el otorgamiento de

las garantías que correspondan en cada caso), debería ser el operador el que asumiera la responsabilidad en exclusiva en relación a sus trabajos para la operación y mantenimiento del proyecto (incluyendo el otorgamiento de las garantías que correspondan en cada caso) y debería ser el *off-taker* el que asumiera análoga responsabilidad frente a la sociedad vehículo por entrega de bienes o prestación servicios. De esta forma, idealmente, el *sponsor* únicamente tendría que otorgar garantías personales (en el argot de la financiación de proyecto, los bancos sólo tendrían «recurso al *sponsor*») respecto de los riesgos extraordinarios identificados a la luz de la *due diligence*.

El Acuerdo Directo (traducción al castellano del «*direct agreement*» anglosajón) es un tipo de contrato cada vez más popular en las financiaciones de proyecto en nuestro país. El objeto principal del mismo es imponer a las contrapartes de los acuerdos de proyecto principales (normalmente, el constructor, el operador y, cuando sea posible, el *off-taker*) determinados compromisos en relación a sus respectivos acuerdos; estos compromisos los asumirían directamente frente a los bancos acreedores, que no son parte contractual de los acuerdos de proyecto. Estos compromisos pueden ser de muy diversa índole, contemplando habitualmente, entre otros, el otorgamiento de un periodo de subsanación a los bancos acreedores para que subsanen causas de resolución anticipada en que incurriera la sociedad vehículo bajo los contratos de proyecto, la restricción para solicitar declaración de concurso de acreedores necesario o la instrumentación de «*step-in rights*» de diversa índole.

### 1.2.3 Paulatina mayor desvinculación del *sponsor*.

Una solicitud recurrente de los *sponsors* en proyectos de este tipo a los bancos acreedores es que se les brinde la posibilidad de que un tercero (incluido un socio financiero, no industrial) les sustituya como accionista de la sociedad vehículo antes o después de que la misma ha entrado en explotación. Argumentaban éstos que, una



vez finalizada la construcción, la operación y mantenimiento del proyecto recaía en exclusiva sobre el contrato de operación y mantenimiento y que, en consecuencia, su presencia pasaba a ser innecesaria.

El sector bancario español, hasta donde nosotros sabemos, es cada vez más permeable a este tipo de fórmulas y ello ha permitido el desembarco en este tipo de operaciones de fondos de inversión, especializados o no, así como de proveedores de deuda mezzanine.

Al igual que en el supuesto anterior, queremos poner de manifiesto que la práctica de mercado internacional dicta que, siempre y cuando se disponga de un buen paquete contractual no vemos inconveniente a esta tendencia, sin duda con consecuencias muy beneficiosas para entidades financieras y *sponsors*.

#### IV. NUEVAS TENDENCIAS EN LOS CONTRATOS DE PROYECTO

Los contratos de proyecto principales en una financiación de proyecto son, por regla general, el contrato de construcción «llave en mano», el contrato de operación y mantenimiento, el contrato suscrito con el «*off-takers*» y el contrato de concesión administrativa (en el caso de que el proyecto se desarrollara bajo este esquema). A continuación analizamos las nuevas tendencias en relación a algunos de estos contratos.

##### 1. El contrato de construcción «llave en mano» y el contrato de operación y mantenimiento.

Ambos contratos están cobrando gran importancia para los bancos acreedores en la valoración del riesgo asociado a cada proyecto. De hecho, en función de la categoría del proyecto y del importe de la financiación, cabe la posibilidad de que los bancos acreedores y sus asesores participen activamente en el proceso de negociación abierto con el constructor y el operador.

Las garantías exigidas a cada uno de ellos dependerán, lógicamente, del tipo de proyecto,

pero sí existen algunas de ellas que los bancos acreedores exigen en todo caso, a saber:

- (i) Se exige la aportación de avales bancarios al constructor en garantía de las obligaciones de pago asumidas por el mismo en virtud del contrato de construcción, de un determinado importe calculado sobre el precio del contrato (en torno al 10% normalmente);
- (ii) El contrato de operación y mantenimiento debe ser integral, comprendiendo un mantenimiento preventivo y correctivo y con una vigencia al menos igual a la de la financiación;
- (iii) El constructor debe otorgar una garantía de puesta en marcha del proyecto, cubrir mediante el abono de penalizaciones los déficits de ingresos en el proyecto en caso de retraso en la puesta en marcha y, eventualmente, reembolsar a la sociedad vehículo el importe íntegro de las cantidades abonadas por ésta en caso de resolución del contrato por causas atribuibles al constructor; por otra parte, un tema capital para el constructor es que se predetermine el importe máximo por el que podría llegar a responder bajo el contrato, que habitualmente se fija en el importe del propio contrato;
- (iv) El operador debe cubrir mediante el abono de penalizaciones los déficits de ingresos en el proyecto en caso de una operación y mantenimiento deficiente por su parte; igualmente, un tema capital para el operador es que se predetermine el importe máximo por el que podría llegar a responder bajo el contrato, que habitualmente se fija en el importe de cada anualidad bajo el contrato;

El hecho de que constructor y operador confluyan en una misma entidad (bien siendo la misma empresa u otra empresa del grupo) es otra circunstancia habitual y que están pasando a ser relevante en los últimos tiempos. Lo que sin embargo no habíamos experimentado aún es la



tendencia de estas empresas a tratar de interconectar ambos contratos durante el período de garantía del contrato de construcción para tratar de diluir su responsabilidad. Así, en ocasiones se nos ha planteado el traslado de garantías prototípicas del contrato de construcción en período de garantía al contrato de operación y mantenimiento o la aplicación de la base de cálculo para el límite de penalizaciones de una anualidad del contrato de operación y mantenimiento en sustitución del precio del contrato de construcción; en ambos casos con el objeto de diluir su responsabilidad beneficiándose de las limitaciones de responsabilidad en el contrato de operación y mantenimiento.

## 2. Concesiones administrativas.

Lamentablemente en nuestro país seguimos sin contar con una legislación de contratos del sector público ni con documentación contractual que dote al proyecto de un marco jurídico razonablemente garantista para participar en la financiación. En este apartado, más que de nuevas, debe hablarse de habituales y consolidadas tendencias. Ante esta situación, aprovecharemos para poner de manifiesto una vez más las deficiencias tan manifiestas que este sector tiene en nuestro país de cara a la financiación bancaria de proyectos.

Tras más de dos décadas, las administraciones se mantienen reacias a aceptar una realidad ya consolidada en el mercado, que no es otra que el hecho de que la práctica totalidad de los proyectos instrumentados bajo un régimen concesional se financian con financiación bancaria. Este contexto cada vez diverge más del imperante en los mercados de otros países desarrollados, en el que entidades financieras y promotores suelen encontrarse ante una legislación más flexible y más proclive a dar seguridad jurídica a ambos agentes.

A continuación resumimos algunas de las cuestiones, habituales en la documentación contractual de los proyectos en los que habitualmente intervenimos, respecto de las cuales las entidades financieras suelen solicitar aclaraciones o propuestas de modificación:

- (i) El mecanismo de responsabilidad patrimonial de la administración (la conocida habitualmente en el mercado como la «RPA») suele pecar de falta de rigor, claridad y exhaustividad en cuanto a su redacción. Se emplean fórmulas muy genéricas y abstractas, recurriendo a principios generales de actuación en vez de a reglas concretas, sin establecer plazos ni fijar procedimientos tasados. Entre otras cuestiones, suele exigirse a la administración concedente certeza acerca de los siguientes puntos:
  - a. El reembolso del importe de las inversiones realizadas por la sociedad concesionaria debería producirse, en todo caso, con independencia de la causa que hubiera dado lugar a la resolución del contrato;
  - b. Entre las cantidades a ser abonadas por la administración se deberían incluir los costes de ruptura de periodos de interés bajo la financiación y los costes de ruptura de los derivados financieros;
  - c. En el supuesto de resolución del contrato por causa de fuera mayor se le debería reconocer a la sociedad concesionaria su derecho a exigir, conjuntamente con los costes en los que incurriera a consecuencia del endeudamiento con terceros, una tasa interna de rentabilidad determinada; y
  - d. En el supuesto de que la sociedad concesionaria hubiera pignorado su derecho a recibir las cantidades a ser abonadas por la administración en caso de resolución del contrato de concesión, en garantía de sus acreedores, no se podría compensar el citado importe con lo adeudado por la sociedad concesionaria hasta en tanto no se hubieran satisfecho a los acreedores pignoratícios el importe de las obligaciones garantizadas por la pignoración.
- (ii) No suele existir certeza sobre la necesidad o no de solicitar autorización a la administración concedente en relación a las garantías cuyo otorgamiento va a requerirse por las entidades financieras. Se asume, como no



podía ser de otra forma, que la constitución de derecho real de hipoteca sobre la concesión administrativa habrá de ser necesariamente autorizada por la administración concedente. Por el contrario, hay otra serie de garantías, como puede ser el derecho real de prenda sobre las acciones de la sociedad concesionaria o sobre los derechos de crédito de que es titular la misma en virtud del contrato de concesión, respecto de las cuales o bien no se dice nada o se establece una regulación crítica. Ello lleva a las entidades financieras a condicionar el otorgamiento de la financiación a la obtención de autorización expresa al respecto por parte de la administración concedente.

- (iii) No suele existir certeza sobre el régimen aplicable para la adjudicación de las acciones de la sociedad concesionaria en caso de ejecución. Habitualmente en los contratos de concesión se establece un régimen restringido para llevar a cabo las transmisiones de acciones de la sociedad concesionaria, ligado a la obtención de autorización expresa por parte de la administración concedente. Por esta razón, existiría la duda de si la administración podría eventualmente ejercitar su derecho de veto en el marco del régimen de transmisión de acciones para obstaculizar la adjudicación.
- (iv) El reequilibrio económico de la concesión es una fórmula desarrollada menos de lo que debiera en la documentación contractual a la que nos tiene acostumbrados la administración. Al igual que comentábamos respecto del mecanismo de responsabilidad patrimonial de la administración, la regulación suele pecar de la necesaria precisión y exactitud a la que están acostumbradas las entidades financieras. Además, en los últimos tiempos, las entidades financieras vienen exigiendo a la administración la inclusión de forma expresa como supuestos de reequilibrio económico de ciertos supuestos que les merecen especial preocupación, como son, a modo de ejemplo, la eventual salida del euro de España (o cualquier alteración en

su funcionamiento como moneda única de la Eurozona) o el otorgamiento por parte de la administración de concesiones a terceros en competencia con la que es titularidad del concesionario. Por nuestra experiencia en operaciones de esta naturaleza, la administración no accede habitualmente a ninguna de estas peticiones.

- (v) Aunque resulte inexplicable (inexplicable por el hecho de que las entidades financieras van a ser actores esenciales en el marco de la financiación, sin los cuales probablemente no se podría llevar a cabo el proyecto), salvo en muy contadas ocasiones sigue sin existir un reconocimiento expreso por parte de la administración concedente de los derechos de los acreedores pignoratícios, acreedores hipotecarios y bonistas en el marco de la concesión. A modo de ejemplo:
  - a. Debería existir un reconocimiento expreso por parte de la administración del derecho de dichos actores a solicitar del órgano concedente información sobre incumplimiento de obligaciones de la sociedad concesionaria que pudieran dar lugar a la resolución del contrato de concesión; y
  - b. Dichos actores deberían gozar de la condición de interesados con los efectos previstos en la legislación administrativa.

### 3. Fórmulas "step-in".

Los «*step-in rights*» se conocen habitualmente como los derechos atribuidos a los acreditantes en el marco de una financiación de proyecto para subrogarse en la posición contractual de la sociedad vehículo en determinados contratos de proyecto (*step-in*), cuando a juicio de los acreditantes la sociedad vehículo no esté desarrollando el proyecto adecuadamente. Esta fórmula se modula lógicamente en función del tipo de proyecto, pero en último extremo la idea es que si los acreditantes lo consideran oportuno (normalmente se asocia este derecho a la concurrencia de un hecho objetivo como puede ser la concurrencia de una causa de reso-



lución anticipada bajo los acuerdos de proyecto principales), tengan la posibilidad de tomar el control del proyecto, de que un tercero lo tome o de nombrar a un gestor delegado para que se encargue de gestionar el proyecto.

Las entidades financieras solicitan cada vez de forma más recurrente la atribución de estos derechos como medida preventiva para paliar una posible crisis en el proyecto, que en España, con las restricciones impuestas por nuestra legislación, se instrumentan a través de los denominados acuerdos directos suscritos con las contrapartes de los contratos de proyecto.

## V. LA INTERVENCIÓN DE OTROS ACTORES NO CONVENCIONALES (ASEGURADORAS, EXPORT CREDIT AGENCIES, INSTITUCIONES MULTILATERALES)

En la financiación de proyectos en España también han existido dos actores relevantes además de las propias entidades de crédito: las *monolines* y el Banco Europeo de Inversiones. Adicionalmente, en los últimos años, debido a la crisis de liquidez que afronta el sector y a los elevados costes de fondeo asociados a las nuevas financiaciones, están tomando un papel cada vez más preeminente las agencias de crédito a la exportación y las instituciones de desarrollo multilateral.

### 1. Las compañías de seguro de crédito *monolines*.

Las *monolines* son compañías de seguros cuyo objeto es garantizar el abono de cantidades por una contraparte en caso de impago de la misma a cambio de una prima de seguro. En España estas compañías fueron actores recurrentes durante los años noventa en multitud de proyectos estructurados habitualmente sobre la base de un régimen concesional. El planteamiento de los acreditantes era que, si la administración por cualquier razón incumplía sus obligaciones de pago (algo que en aquella época podría parecer insólito) la compañía de seguros abonaría a la sociedad vehículo las cantidades impagadas

por la administración. Pues bien, se ha dado la circunstancia en España que la crisis que en los últimos años viene golpeando a nuestras administraciones públicas también ha afectado al sector de las *monolines*, que ha sido objeto de una profunda reestructuración en todos los sentidos. En consecuencia, podemos concluir que no parece que en los años próximos se vuelva a recurrir a estructuras como la señalada; por el contrario, es probable que seamos testigos de una progresiva salida de estas compañías de seguros de proyectos ya financiados y en explotación por las restricciones tan duras a las que están siendo sometidas por sus respectivos reguladores.

### 2. Las agencias de crédito a la exportación y las instituciones de desarrollo multilateral.

La crisis de liquidez tan grave y permanente en el tiempo a la que se enfrenta el sector financiero español en los últimos años ha hecho que las agencias de crédito a la exportación (las conocidas habitualmente como «ECAs» (*Export Credit Agencies*)) y las instituciones de desarrollo multilateral cobren cada vez mayor protagonismo. Entre los bancos de desarrollo multilateral, destacan, a nivel internacional, entre otros, la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo o el Banco Interamericano de Desarrollo y, a nivel europeo, el propio Banco Europeo de Inversiones. En cada país suele existir además una agencia de crédito a la exportación oficial cuyo objeto fundacional suele ser la promoción de las exportaciones por parte de sus nacionales. Es el caso, a modo de ejemplo, de la Eksport Kredit Fonden (EKF) danesa, del Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext) mejicano, de la Korea Trade Insurance Corporation (K-SURE) coreana o de la propia Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE) española.

El Banco Europeo de Inversiones o BEI ha sido desde hace años actor fundamental para el desarrollo de la financiación de proyectos en España. Por importe, durante el periodo transcurrido entre 2000 y 2012 el BEI otorgó financiaciones



por importe de 93.436.252.662 euros (fuente: página web del Banco Europeo de Inversiones), lo cual es un indicio claro de su grado de intervención en este mercado. Durante este periodo el BEI ha participado como acreditante de forma concurrente con sindicatos de bancos comerciales para otorgar financiación a proyectos con costes de fondeo más competitivos. La intervención del BEI también ha servido para dotar de un grado de especialización e innovación muy importante a la estructuración de las financiaciones de proyecto en nuestro país.

Las agencias de crédito a la exportación son entidades que están tomando cada vez más protagonismo en operaciones de este tipo, debido fundamentalmente a la crisis de liquidez a la que están sometidas las entidades de crédito de capital privado y sus elevados costes de fondeo. Sin embargo, el propio carácter oficial y público de la ayuda a la exportación brindada por estas agencias ha dado lugar a la fijación de limitaciones y restricciones a nivel internacional. Estas restricciones se materializan en el Acuerdo sobre directrices en materia de créditos a la exportación con apoyo oficial (denominado habitualmente el Consenso OCDE). Este Consenso OCDE ha pasado a ser de aplicación en España a través de su incorporación al acervo comunitario de diversas decisiones del Consejo que finalmente han dado lugar al Reglamento (UE) 1233/2011, de 16 de noviembre relativo a la aplicación de determinadas directrices en materia de créditos a la exportación con apoyo oficial, y por el que se derogan las Decisiones 2001/76/CE y 2001/77/CE del Consejo.

Se prevé en el Consenso OCDE que este apoyo a la exportación se puede instrumentar a través de diversas modalidades como pueden ser financiaciones (ya sea a través de crédito o financiación directa o refinanciación), subvención de intereses, garantía o seguro. En todo caso, es vital tener en cuenta las disposiciones del Consenso OCDE ya que, con carácter general, ninguna agencia de crédito a la exportación podrá participar en una operación de financiación en la que no se verifiquen las condiciones aplicables a las mismas. Estas disposiciones regulan desde el porcentaje de bienes o servi-

cios que pueden formar parte de la ayuda a la exportación a los términos y condiciones en que se habrá de materializar dicha ayuda (intereses, amortización, fechas de vencimiento, etc).

Si bien es cierto que la participación de estas agencias de crédito a la exportación (siempre y cuando se verifiquen las condiciones para su participación) va a suponer con carácter general una reducción de los costes financieros asociados a la operación, podría existir otro inconveniente asociado a su participación en la financiación: la disparidad de divisas. Al hablar de disparidad de divisas nos referimos a aquellos supuestos en los que el cliente solicita una financiación otorgada en una divisa y la agencia de crédito a la exportación se provee de fondos en la divisa de su país de origen. Este supuesto va a ser habitual en aquellas operaciones en las que la agencia de crédito participe como un acreditante más conjuntamente con el resto. Por esta razón, también suele ser habitual que estas agencias soliciten la formalización de derivados financieros para la cobertura del riesgo de tipo de cambio que, en caso de ruptura de los mismos, podría afectar muy negativamente al proyecto y al resto de entidades acreditantes.

En el caso concreto de España estamos siendo testigos de una participación cada vez más importante de CESCE en operaciones radicadas en el extranjero con intervención de exportadores y suministradores españoles. El apoyo de CESCE a la exportación se instrumenta principalmente a través del aseguramiento de riesgos comerciales (plazos iguales o superiores a 24 meses), políticos y extraordinarios por cuenta del Estado, para lo cual CESCE ofrece una amplia tipología de pólizas de seguro (póliza de crédito comprador, póliza individual de crédito suministrador, póliza de seguro a fiadores por riesgo de ejecución de fianzas, póliza de seguro a exportadores por riesgo de ejecución de fianzas o la póliza de seguro de operaciones de project-finance, entre otras). En la actualidad, el *rating* asignado al Estado español por las agencias de calificación ha supuesto que las pólizas de seguro para la cobertura de riesgos por cuenta del estado no sean todo lo atractivas que debieran, pero estamos convencidos que su intervención será



capital nuevamente tan pronto el mercado y la economía en general vuelvan a recuperarse.

## VI. LA OPCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS MEDIANTE EMISIONES DE BONOS (*PROJECT BONDS*)

### 1. Introducción.

Además de tratarse de una medida con viabilidad jurídica, la necesidad de financiación de proyectos mediante la emisión de bonos (*project bonds*), tal y como desarrollaremos más adelante, debería considerarse como una de las posibles soluciones inmediata a la falta de financiación de proyectos de infraestructuras dentro del marco geográfico europeo. Esta viabilidad y necesidad quedó demostrada a principios de los años noventa cuando comenzaron a financiarse con éxito un número significativo de infraestructuras en Norteamérica y países en vías de desarrollo mediante la emisión de *project bonds*. Sin embargo, a finales de los noventa los *sponsors* dieron entrada a la financiación bancaria a causa de la oferta de precios competitivos, con vencimiento a largo plazo y con una mayor flexibilidad durante el desarrollo del proyecto financiado. Pero la crisis de 2008 contrajo el mercado bancario y relanzó nuevamente el interés por los *project bonds*. Así, en 2008, la americana Marcus Hook llegó a emitir 525MM de dólares estadounidenses para refinar una planta de cogeneración y en 2009 se ejecutaron emisiones de *project bonds* a gran escala, tales como:

- (i) Maritimes & Northeast Pipeline para la financiación de un gasoducto en EEUU y Canadá por un importe de 500MM de dólares estadounidenses;
- (ii) Blackhills para la financiación en EEUU de una planta de energía por un importe de 250MM de dólares estadounidenses;
- (iii) 407 Highway para la financiación en Canadá de una autopista de peaje por un importe de 425MM de dólares estadounidenses;
- (iv) Plenary Health Niagara para la financiación en Canadá de infraestructuras sanitarias

por un importe de 125MM de dólares estadounidenses;

- (v) RasGas para la financiación en Qatar de una instalación de gas natural licuado por un importe de 2,23MM de dólares estadounidenses; y
- (vi) Dolphin Energy Limited para la financiación en los Emiratos Árabes Unidos de un gasoducto por un importe de 1,25 MM de dólares estadounidenses.

El Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea vaticinan que «*Durante la próxima década, según los cálculos realizados por la Comisión, serán necesarios unos volúmenes de inversión sin precedentes en las redes europeas de transporte, energía, información y comunicación para contribuir al logro de los objetivos políticos de la Estrategia Europa 2020*» (Considerando 3 del Reglamento (UE) nº 670/2012, de 11 de julio). Y es bien sabido, particularmente en el propio seno de la Comisión Europea, el hecho de que actualmente los proyectos de infraestructuras no obtienen financiación a través del endeudamiento en el mercado de capitales.

En este sentido, el Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea no esconden su intención de obtener nuevos medios de financiación ante la inminente necesidad de iniciar nuevos proyectos en infraestructuras. Y el *project bond*, cuyo éxito ha quedado demostrado en otras jurisdicciones en el pasado, parece ser la solución más apropiada.

### 2. Iniciativa BEI 2020.

El 29 de junio de 2011, la Comisión Europea comunicó al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, que había «*decidido proponer la creación de un mecanismo denominado "Conectar Europa" destinado a acelerar la construcción de las infraestructuras que la UE necesita. (...) El Mecanismo "Conectar Europa" financiará infraestructuras prioritarias previamente identificadas en los sectores del transporte, la energía y las TIC, así como infraestructuras tanto físicas como de tecnología*



de la información, de forma coherente con criterios de desarrollo sostenible» (Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones—Un presupuesto para Europa 2020 (COM(2011) 500 final, Bruselas 29.6.2011).

Esta decisión se enmarca dentro de la propuesta de aprobar un nuevo Reglamento que establecerá el mecanismo denominado Conectar Europa. Para ello, el Reglamento (UE) nº 670/2012, de 11 de julio, ha dado pie a la fase piloto de la Iniciativa Europea 2020 de Obligaciones para la Financiación de Proyectos, cuyo objetivo es «contribuir a la financiación de proyectos prioritarios con un claro valor añadido para la UE, y facilitar una mayor participación del sector privado en la financiación de proyectos económicamente viables en infraestructura en los sectores de transporte, energía e infraestructura de las TIC a través del mercado de capitales a largo plazo». La intención no es otra, tal y como ha venido avisando la Comisión Europea, que la de potenciar la financiación de proyectos de infraestructuras mediante los fondos europeos, en conjunción con la financiación bancaria y el endeudamiento a través del mercado de capitales.

Debemos tener en cuenta que esta modalidad de endeudamiento surge, entre otros motivos, por un interés recíproco; véase, el interés por parte de la UE a involucrar al sector privado en la financiación de inversiones en infraestructuras, y el interés por parte de los propios inversores en que se cree un mercado de deuda a través del cual puedan llevar a cabo dichas inversiones. Y la UE es consciente de que ello es viable a través de la creación de instrumentos financieros denominados *project bonds*.

El fin último es la integración y desarrollo del mercado de capitales a nivel europeo y la creación de una nueva clase de activos de *project bonds* europeos mediante la estandarización de sus términos.

### 3. ¿Project bond?

El concepto del *project bond* es la financiación de un determinado proyecto mediante una

emisión de bonos en la que los activos de dicho proyecto respaldan el riesgo de crédito que asumen los bonistas. En cualquier caso, el propósito del *project bond* es el de combinar características propias de una operación de *project finance* y aquellas características particularmente aplicables a una emisión de deuda en los mercados de capitales. Más adelante desarrollaremos las particulares distinciones entre ambas clases de operaciones.

Las características ligadas al *project finance* vendrían a ser (i) la existencia de un recurso limitado a los flujos del proyecto, sin recurrir (o recurriendo de forma limitada) al *sponsor*; (ii) la constitución de un *special purpose vehicle* (SPV) o sociedad del proyecto; (iii) el repago de la financiación, que se realizaría a través de los propios flujos del proyecto y (iv) el hecho de que existirían una serie de obligaciones (*covenants*) específicas y ligadas al proyecto. En cuanto a las características ligadas a la emisión de deuda en los mercados de capitales, (i) dicha emisión de *project bonds* debería cumplir con los requisitos estándares de admisión a negociación de valores; (ii) los bonos serían activos aptos para inversión de determinados tipos de inversores (tales como aseguradoras o fondos de pensiones, entre otros) y (iii) la necesidad de cumplir con los estándares legales aplicables en materia de transparencia y revelación de información respecto a la SPV, la emisión y los propios bonos.

En nuestra opinión, tres son las posibles estructuras que una emisión de *project bonds* podría adoptar. En primer lugar, una emisión directa de valores a través de la propia SPV o sociedad de proyecto. Dicha estructura, tal y como venimos a desarrollar a continuación, no ha sido apta para proyectos en España a causa de las propias limitaciones que el ordenamiento jurídico español recoge. En segundo lugar, a través de la titulación de los ingresos del proyecto. En la medida que los proyectos se fundamentan en la existencia de un ingreso recurrente durante toda la explotación, tales ingresos constituyen un activo susceptible de ser titulado. No obstante, hemos de tener en cuenta que aunque pueda asimilarse a un *project bond* y puede lograr un fin similar, no es de por sí una emisión



de *project bonds*. Por último, mediante una estructura internacional típica de los mercados de capitales y en la que la emisión se implementa a través de dos sociedades, donde los *project bonds* son emitidos por una SPV (distinta a la propia sociedad del proyecto) que transfiere los fondos de la emisión a la sociedad del proyecto.

Tal y como acabamos de mencionar, la emisión directa de valores a través de una SPV española estaba limitada por el propio ordenamiento jurídico español. De conformidad con el art. 405 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, «El importe total de las emisiones no podrá ser superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda». La pretensión que busca dicho artículo es la de evitar que una sociedad se endeude por encima de lo que constituyan sus recursos propios, y de esta forma insta garantizar por un lado la solvencia del emisor, así como su capacidad de reembolso. Por tanto, considerando la propia naturaleza que se le pretende dotar a la SPV emisora de *project bonds*, cuyo propósito único es el de obtener fondos para financiar un determinado proyecto, sería inviable que la misma disponga de recursos propios suficientes respecto a los cuales cumplir la limitación previamente referida.

En el contexto del presente artículo, consideramos oportuno destacar el hecho de que el límite previamente descrito hubiese cesado de ser aplicable, de conformidad con el artículo 405.2 de la Ley de Sociedades de Capital, en los supuestos en que «la emisión está garantizada con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con aval solidario de entidad de crédito» o «que la emisión esté garantizada con aval solidario de sociedad de garantía recíproca», en cuyo caso el límite se hubiese determinado dependiendo de la capacidad de garantía de la sociedad de garantía recíproca. Por tanto, sin perjuicio de que los recursos propios de una sociedad emisora de valores no alcanzasen los límites exigidos aquí descritos, ésta quedaba

exenta de dicha limitación en el supuesto de contar con alguna de las garantías mencionadas. La intención, por tanto, era la de dotar al bonista de la seguridad de percibir el reembolso que le corresponde. No obstante, habida cuenta de la existencia de las excepciones del artículo 405.2 de la Ley de Sociedades de Capital a los límites de la emisión, tales excepciones o bien no eran aplicables (prenda de valores o garantía pública) o bien resultaban de difícil encaje para el proyecto (hipoteca, aval solidario de entidad de crédito o aval solidario de sociedad de garantía recíproca).

No obstante, el 22 de febrero de 2013 el Consejo de Ministros aprobó el Real Decreto-Ley 4/2013, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo. Con el fin de facilitar el acceso a la financiación bancaria de las empresas españolas, se regula el ámbito de aplicación impuesta en el art. 405 de la Ley de Sociedades de Capital, estableciéndose que la limitación anteriormente desarrollada no será aplicable en los supuestos de (i) una oferta de valores dirigida exclusivamente a inversores cualificados; (ii) una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de 100.000 euros por inversor, para cada oferta separada o (iii) una oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea al menos 100.000 euros. Por tanto, al suprimirse en parte dicha limitación, nuestro marco jurídico parece que habilita la implementación de financiación mediante *project bonds*.

Sin perjuicio de lo anterior, y dada la reciente implementación teórica del Real Decreto-Ley 4/2013, consideramos que la emisión de valores a través de una SPV española se encuentra sujeta a un mayor análisis de cara a su viabilidad práctica en el contexto de los *project bonds*. Es por ello que, a día de hoy, en nuestra opinión la estructura internacional anteriormente referida podría ser la más adecuada de cara a la financiación de un proyecto en España mediante la emisión de *project bonds*. Según indicábamos previamente, estaríamos ante una SPV para el proyecto constituida bajo derecho español, que recibiría fondos obtenidos por parte de una segunda SPV emisora constituida bajo alguna de



las legislaciones europeas viables. Asimismo, la SPV para el proyecto podría constituir garantías reales a favor de la SPV emisora que en ocasiones podrían compartirse (constituyéndose como garantías *pari passu* o con rango desigual) con las otorgadas a favor de los acreditantes bajo la financiación bancaria. Es por esta razón que resulta de vital importancia en este tipo de operaciones la formalización de un contrato entre los acreedores de la sociedad de proyecto (*intercreditor agreement*) en el que, entre otras cuestiones, se regule cómo se realizará la distribución de ingresos derivados del proyecto entre los acreditantes bajo la financiación bancaria y la SPV emisora o el régimen aplicable para la ejecución de las garantías reales constituidas por la sociedad de proyecto.

Por tanto, la propia financiación bancaria del proyecto podría quedar sujeta en sí a la legislación española mientras que la emisión quedaría sujeta a la legislación de otro estado miembro de la Unión Europea, siempre y cuando ésta fuese viable.

A continuación incluimos un organigrama que refleja la estructura internacional aquí referida:

#### 4. Particularidades prácticas de una emisión de *project bonds*.

A continuación se describen algunas de las peculiaridades más significativas que se pueden dar ante un proceso de emisión de *project bonds*

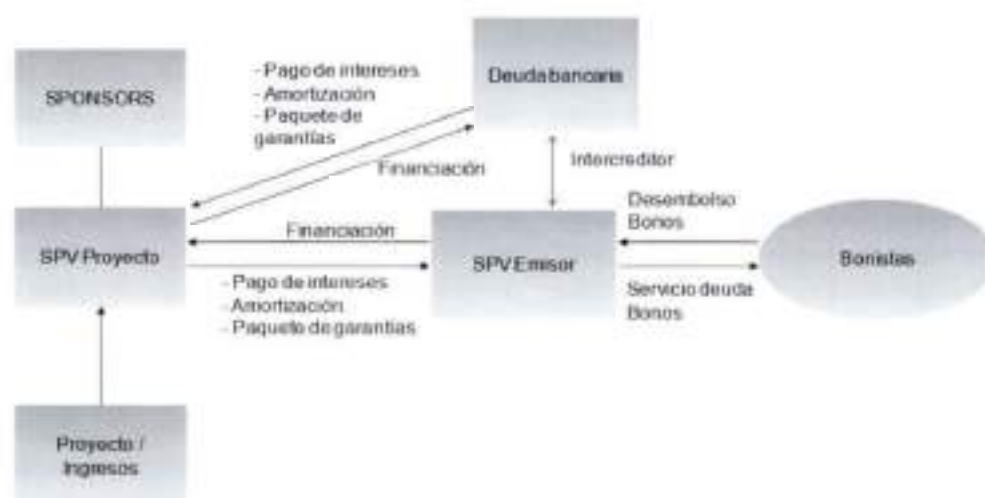
y que podrían afectar la praxis del potencial proyecto.

##### 4.1 Obligaciones de información.

En la medida en que se requerirá un folleto informativo, *sponsors* y colocadores participantes en la emisión exigirán una detallada *due diligence* sobre todos los aspectos descritos en el folleto. Y dicho folleto deberá contener información muy detallada sobre el correspondiente proyecto (información sobre la construcción y explotación, deterioro y amortización, eventos extraordinarios, informes técnicos, etc.) así como respecto a la actual situación financiera del mismo (presupuestos, cuentas anuales, cumplimiento de ratios financieros, etc.).

Asimismo, en la medida en que los *project bonds* son valores cotizados, es preciso cumplir con la normativa del mercado de valores y admisión a negociación a este respecto.

Ya sea por la necesidad de completar el folleto informativo con información muy detallada sobre el proyecto y la situación financiera, o por imperativo legal dispuesto en normativa del mercado de valores, en una emisión de *project bonds* sería preciso concretar (i) qué información debe divulgarse, dado que puede existir información confidencial en relación con el proyecto, y (ii) a quién, dado que los potenciales inversores no tienen la capacidad de monitorizar el proyecto.





Por último, debemos tener en cuenta que la realización de una emisión de *project bonds* puede activar restricciones legales respecto a las circunstancias en las cuales ofertas y ventas de valores pueden realizarse y a respecto a qué documentación en relación con la oferta puede distribuirse. En el contexto de una emisión de *project bonds*, la comercialización de una emisión que pretenda la obtención del mayor número de inversores posibles, puede verse seriamente truncada por restricciones de venta y de distribución de información (tal y como la divulgación de proyecciones y modelos financieros) en jurisdicciones importantes, tales como: (a) los Estados Unidos de América, cuya regulación es especialmente taxativa en cuanto al público al que va dirigida la oferta, la forma en la cual se comercializa la emisión y la información contenida en la documentación que pueda distribuirse al respecto; (b) el Reino Unido, en tanto que el mercado financiero internacional se centra en Londres, la mayor parte de la sindicación se realiza en o desde Londres y, con frecuencia, todos los contratos relevantes (y los valores) de una emisión de bonos están sujetos expresamente a Ley inglesa; y (c) el país de constitución de la SPV para el proyecto, dado que es la fuente más probable de inversores interesados en los valores del Emisor.

#### 4.2 Toma de decisiones.

A efectos fundamentalmente prácticos, debemos tener en cuenta que la estructura que se adopte respecto a la toma de decisiones en una emisión de *project bonds* deberá acordarse y detallarse claramente por el interés del proyecto. A diferencia de una financiación bancaria, el proceso por el cual se pretenda obtener el consentimiento de los bonistas, puede ser lento y caro.

En este sentido, además de los bonistas, debemos tener en cuenta la presencia de otras partes involucradas o que deberían involucrarse en la emisión y el proyecto, y el papel que deberían desempeñar cada una de ellas:

- (i) Las entidades colocadoras (*arrangers*) encargadas de estructurar la operación y la colocación de los *project bonds*;
- (ii) Una entidad agente que ostentará las garantías y arbitrará el *intercreditor agreement*;
- (iii) El comisario que actuará en interés de los bonistas;
- (iv) Un acreedor dominante (*controlling creditor*), que tendrá la capacidad para tomar determinadas decisiones en nombre de los bonistas. Más adelante, desarrollaremos la relevancia del papel del *controlling creditor*; y
- (v) Otras, tales como el agente de pagos, el banco de cuentas, asesores técnicos, auditores u otras entidades acreedoras como por ejemplo entidades supranacionales (Banco Europeo de Inversiones), aseguradoras, entidades proveedoras de liquidez, etc.

Por lo tanto, una posible solución, sería la de delegar (i) al *controlling creditor* la capacidad para decidir sobre la mayoría de las modificaciones o *waivers*, (ii) a los bonistas la facultad para decidir los términos esenciales de la emisión (condiciones de pago, liberación de garantías, prelación, términos esenciales del proyecto) y del proyecto; y (iii) al comisario la responsabilidad de decidir sobre modificaciones menores, técnicas o errores, o que no sean perjudiciales para los intereses de los bonistas.

#### 4.3 Requisitos.

El requisito más relevante es, sin duda alguna, la necesidad de que exista una fuerte demanda de esta clase de instrumentos financieros. En este sentido, en febrero de 2011 se llevó a cabo una consulta pública por motivo de la Iniciativa BEI. Del resultado de dicha consulta se prevé interés por parte de inversores en que se instaure un mercado de deuda a través del cual puedan llevarse a cabo inversiones en la financiación de infraestructuras a través de la emisión, y por tanto suscripción, de *project bonds*. La consulta fue lanzada a potenciales inversores a nivel internacional (fundamentalmente países europeos, los Estados Unidos, Canadá y Suiza) y de distintos sectores profesionales



(banca, gobiernos, intermediarios financieros, consultoras, productores, fondos y aseguradoras, entre otros). Del resultado de dicha consulta, se puede concluir que un 60% de los potenciales inversores considera que los *project bonds* atraerían a inversores privados institucionales en los sectores de transporte, energía y TIC. Por el contrario, un 16% vería atractivo el proyecto dependiendo de características tales como el precio, la estructura y la calificación crediticia. Otros sectores de interés son los de infraestructuras sociales (25%), renovables (16%) y gestión de agua y residuos (13% y 6%, respectivamente). Un 19% considera que la existencia de garantías facilitaría y aceleraría la obtención de financiación, mientras que un 22% señala que únicamente facilitaría (14%) o aceleraría (8%). Por último, un 50% de los potenciales inversores supone que se darían menores costes financieros o vencimientos más largos, y un 20% estaría atraído dependiendo de factores varios, tal y como la regulación, garantía y calificación crediticia.

Asimismo, a través de dicha consulta pública quedó manifiesto que el interés por parte de potenciales inversores resultaría únicamente de *project bonds* cuyas calificaciones crediticias fuera de al menos A-, e incluso se llegó a distinguir calificaciones según las dimensiones del proyecto. Por tanto, se exigiría una calificación mínima de A/A- para proyectos de mayor envergadura, y de BBB/BBB+ para proyectos menores. En este sentido, consideramos oportuno destacar las respuestas por parte de Fitch Ratings y Moody's Investors Service a la consulta. Por un lado, Fitch Ratings deja claro que la mayor parte de los proyectos en EMEA suelen calificarse dentro de la categoría de BBB. Por tanto, «importantes mejoras cualitativas, características y materiales, serían requeridas para justificar una categoría 'A' frente a una categoría 'BBB'». Por otro lado, Moody's Investors Service, a través de modelos e hipotéticos ejemplos, llega a la conclusión de que «un número de los modelos indicados se encuentran dentro de la categoría de calificación A—lo que significa que si se implementa correctamente, la Iniciativa Project bond sería capaz de mejorar el crédito de senior project bonds emitidos por PFI/PPP [Proyectos

logrados a través de la iniciativa de financiación privada del Gobierno del Reino Unido (Private Finance Initiative (PFI)) y Sociedades Público-Privadas (Public-Private Partnerships (PPP))] de inversiones de menor calificación a una única calificación de A».

Debemos destacar la importancia que la Comisión Europea le pretende dotar al denominado *controlling creditor*, previamente referido. En la consulta pública se elevaba la pregunta de si «¿Es esencial que una única entidad actúe como *controlling creditor*?». Los resultados demostraron que un 50% de los consultados considera que la presencia del *controlling creditor* sería necesaria (y particularmente durante la fase de construcción del proyecto). Asimismo, un 10% cree que la UE o el BEI es quien debería adoptar dicho papel. Frente a respuestas varias, tal y como que el papel de *controlling creditor* sería beneficioso (15%) o dependiendo del proyecto (3%), únicamente un 11% señaló que el *controlling creditor* no sería necesario. En este sentido, de cara a la exigencia de una calificación crediticia mínima, Fitch Ratings en su respuesta a la consulta declaró que «el nombramiento de un experto, cumpliendo este papel en representación de los bonistas, y con una delimitación clara en cuanto al procedimiento y poderes de decisión, beneficiaría dicha operación».

## 5. Diferenciación con financiaciones bancarias.

### 5.1 Riesgo construcción.

En sus orígenes, las financiaciones de proyectos mediante esquemas de *project bonds* no incorporaban «riesgo construcción», dado el apetito limitado de los inversores por el mismo y las dificultades desde un punto de vista operativo que entraña este esquema durante dicha fase. Además, el desembolso íntegro del nominal de los bonos por parte de los bonistas al emisor casaba mal con un calendario de pagos en fase construcción prolongado en el tiempo. De ahí que los *project bonds* se instrumentaran para la financiación de proyectos en fase explotación o como una salida a la refinanciación de una fi-



nanciación bancaria previamente otorgada mediante estructuras de *bond-take out* o similares.

En los últimos años, no obstante, esta tendencia está variando, precedida por el apetito creciente de los inversores en este tipo de productos por el «riesgo construcción». Para ello, se han implementado nuevas estructuras cuyo fin último es el garantizar al bonista el *completion risk* a través del otorgamiento de *completion guarantees* (en forma de avales o *bonds* o garantías de aportación de fondos (en el caso de estar sujetas a derecho anglosajón, normalmente bajo la modalidad de *stand-by letters of credit*) aportadas por el propio sponsor) o la constitución de depósitos indisponibles en *escrow accounts*. A ello se añade asimismo la consagración del contrato de construcción «llave en mano» como pieza clave a la que aferrarse para traspasar, en la medida de lo posible, dicho riesgo al constructor. Constructor al que, ahora más que nunca, se le exigirá un nivel mínimo de solvencia para que afecte negativamente al *rating* de solvencia esperado del bono en fase de explotación. Tales apoyos permanecen en vigor hasta que el proyecto comienza a generar ingresos conforme al caso base.

### 5.2 Incertidumbre sobre financiadores.

Otra de las diferencias tradicionales entre la financiación bancaria y los *project bonds* ha sido la incertidumbre en cuanto a la existencia o no de financiadores. La financiación bancaria ofrecía una seguridad en cuanto a su futuro otorgamiento de la que carecía la financiación mediante *project bonds*. La base de inversores en los mercados de capitales es volátil y, por tanto, existe riesgo de ausencia de mercado.

Asimismo, para la colocación de *project bonds*, en contraposición a lo que sucede con la financiación bancaria, se precisa que previamente se haya asignado *rating* al proyecto. Esta circunstancia implicaba una complejidad añadida y, además, existía un riesgo de retraso e incluso de ejecución de la operación si eventualmente la agencia de calificación no asignaba al proyecto el *rating* esperado por el *sponsor* y las entidades colocadoras.

La situación que vivimos actualmente, por los factores apuntados, hace que en ocasiones resulte imposible asegurar la presencia de bancos financiadores en financiaciones de proyecto mediante financiación bancaria. Además, no es extraño que algunos de estos bancos financiadores inicien el estudio de la operación renunciando posteriormente a participar en la misma.

### 5.3 Plazos de la operación.

Tradicionalmente los *project bonds* ofrecían financiación a plazos más largos que las entidades de crédito, quienes estaban constreñidas por las exigentes condiciones en materia de reservas de capital. No obstante, hasta la crisis de 2008 las entidades de crédito competían en plazos y eran capaces de ofrecer financiaciones a 20 años.

En la actualidad, la crisis crediticia y la implementación a nivel internacional de los estándares del Marco Basilea III parece que va a afectar particularmente a las entidades de crédito, que se muestran compelidas a otorgar financiaciones a mucho más corto plazo.

### 5.4 Covenants. Proceso de obtención de *waivers*.

En las financiaciones bancarias es habitual que se establezca un gran número de *covenants* de información, de hacer y de no hacer, en ocasiones muy estrictos y conservadores, con el objeto de monitorizar con el mayor grado de detalle posible el proyecto y sus circunstancias. Estos *covenants* abarcan prácticamente todos los aspectos relativos a la construcción, desarrollo y explotación del proyecto. Por esta razón, es muy habitual en la dinámica de los proyectos la solicitud y obtención de forma continuada de *waivers* y novaciones (principalmente en la fase de construcción) que dotan a la sociedad de proyecto y al *sponsor* de la flexibilidad necesaria para llevar a cabo el proyecto.

Por el contrario, el número de *covenants* en un *project bond*, si bien es más elevado que en una emisión de un bono corporativo ordinario, es



más limitado que en una financiación de proyecto bancaria. La razón principal es que la monitorización que los bancos financiadores tratan de conseguir en el marco de la financiación bancaria no es viable cuando la financiación se lleva a cabo mediante una emisión de bonos por razones de muy diversa índole. Además, el procedimiento para la solicitud y obtención de *waivers* es costoso, lento y difícil habida cuenta del número y disparidad de intereses de los inversores. Por esta razón, habitualmente se limitan a prohibiciones de endeudamiento adicional o incumplimientos en el orden de pagos, esto es, actuaciones que únicamente pueden ocurrir si media la voluntad deliberada de la sociedad de proyecto o del *sponsor*.

Sin perjuicio de todo lo anterior, en esquemas de *project bonds* bajo el estándar internacional, en los que la financiación bancaria convive con los *project bonds*, como ya señalamos, se opta en ocasiones por un reparto en el control del proyecto, de tal modo que los bonistas se benefician de los *covenants* asumidos por la sociedad proyecto bajo la financiación bancaria si bien los mismos también consienten que la decisión sobre *waivers* sea adoptada por (i) los bancos – siempre que sea sobre aspectos no esenciales – (ii) un acreedor relevante o de

control (*controlling creditor*), (iii) terceros asesores independientes o (iii) las agencias de *rating*.

## VII. CONCLUSIÓN

Concretamente en lo que a España respecta, algunos cambios de tendencia son un ejercicio de anticipación de las medidas a ser implementadas bajo el Marco Basilea III o a causa de iniciativas dentro del propio seno de la Comisión Europea que pretenden activar nuevos medios de financiación. En otros casos, la justificación subyacente es diversa, como puede ser la adecuación a los estándares internacionales o las restricciones coyunturales derivadas de la situación actual del mercado español, entre otros motivos.

Lo que parece una realidad irremediable es que nos hallamos ante un proceso de profunda revisión del sector bancario a nivel internacional que, de forma previsible, va a afectar a la técnica de la financiación de proyectos tal y como se ha concebido en los últimos años. En consecuencia, pensamos que nos hallamos en los inicios de una nueva era en la estructuración y diseño de las operaciones de financiación de proyectos que afectará a una gran parte de los países desarrollados y emergentes.