

---

# Aproximaciones al *project finance*

## Comentarios al Tema de Investigación

Miguel Angel Ronceros<sup>(\*)</sup>

### 1. Introducción

Hace algunos meses recibimos con especial satisfacción un ejemplar de la edición de aniversario de **ius et veritas** que incluía un artículo de su Grupo de Investigación sobre un tema que nos resulta de particular interés, el financiamiento de grandes emprendimientos a través del mecanismo de *Project Finance*.

Dicho artículo, titulado “Innovando los Financiamientos de Proyectos - una aproximación al Project Finance” constituye una de las primeras publicaciones en Perú sobre tan complejo mecanismo de financiamiento, de modo que es un gusto haber sido invitado por el Consejo Directivo de la revista para comentar el mencionado artículo.

Los comentarios que a continuación brindamos se desarrollan en tres secciones. En primer lugar deseamos resaltar la importancia del tema que fue objeto del artículo bajo comentario. En segundo lugar quisiéramos ampliar algunos conceptos que se desarrollaron en dicho artículo y que resultan de importancia para entender cabalmente este mecanismo de financiamiento y, por último, en la tercera sección brindamos algunos comentarios respecto de la necesidad de generar un marco legal que regule a las asociaciones público-privadas<sup>(1)</sup> y que aclare el tipo de respaldo público que puede brindar el Estado, como una forma de permitir que el *Project Finance* se siga desarrollando como una importante herramienta de financiamiento de

proyectos de infraestructura para la prestación de servicios públicos.

### 2. De la importancia del *Project Finance*

Conforme se mencionó correctamente en el artículo bajo comentario, el *Project Finance* constituye un método de financiamiento innovador y complejo que puede ser utilizado para la estructuración de financiamientos de gran envergadura, tanto para el desarrollo de proyectos públicos como privados.

No obstante lo anterior, es en el campo de proyectos de infraestructura de servicios públicos donde el *Project Finance* cobra actualmente mayor relevancia pues, al igual que en otras partes del mundo, en nuestro país su utilización ha crecido considerablemente como consecuencia de las políticas de privatización instauradas y de las características propias del *Project Finance* que hacen de este una fórmula ideal para financiar el desarrollo de proyectos de infraestructura de servicios públicos que son llevados a cabo por el sector privado<sup>(2)</sup>, permitiendo reducir el riesgo global para los principales actores involucrados en un proyecto de infraestructura hasta niveles aceptables<sup>(3)</sup>.

Con relación a esto último es necesario mencionar que, de acuerdo a un estudio del Instituto Peruano de Economía que se publicó en marzo de 2002 y que es de cita obligatoria cada vez que se discute este tema, la infraestructura

(\*) Profesor de Project Finance en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas y en la Universidad del Pacífico.

(1) El término deriva del sistema de “PPPs” o *Public Private Partnerships* que se desarrolló de manera exitosa en el Reino Unido. También se utiliza comúnmente la denominación “Pactos Públicos Privados”.

(2) Ejemplos de ello constituirían el financiamiento de las concesiones para el proyecto Camisea, para el proyecto del Río Chillón, para el aeropuerto Jorge Chávez, para la carretera Ancón-Huacho-Pativilca, entre otros.

(3) INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. *Project Finance in Developing Countries*. World Bank, 1999. Prólogo. p. 5.

de servicios públicos en el Perú es deficiente y poco competitiva. En este sentido, dicho estudio estimaba que a fin de alcanzar niveles de cobertura y calidad similares a los obtenidos por países como Chile y Colombia se requerían inversiones anuales por US\$ 2,021 millones para los primeros cinco años y de US\$ 1,579 millones para los cinco años subsiguientes<sup>(4)</sup>.

Las limitaciones en el presupuesto público ciertamente hacen poco viable que el Estado pueda realizar inversiones de estos niveles y, por ende, el sector privado es el llamado a desarrollar las inversiones necesarias para reducir la brecha de infraestructura, debiendo el Estado cambiar su anterior función de proveedor de infraestructura y de servicios públicos y asumir más bien la función de facilitador de la inversión privada y de regulador de los servicios públicos. En este contexto las concesiones cobran especial relevancia como una forma de transferir del sector público al privado las responsabilidades de financiamiento, desarrollo, mantenimiento y explotación de infraestructura de servicios públicos y el *Project Finance* se constituye en una fórmula que permite atraer y hacer viable el financiamiento internacional (especialmente deseable y requerido por el nivel de inversiones involucradas) para este tipo de proyectos, pues su estructura ayuda a diseñar paquetes financieros que resultan atractivos para potenciales financistas e inversionistas, cubriendo las necesidades del proyecto en el contexto de sus riesgos particulares y estructurando garantías y colaterales aceptables para cada una de las etapas del proyecto<sup>(5)</sup>.

En atención a lo anterior y al hecho que la infraestructura de servicios públicos tiene una repercusión importante en el desarrollo económico y el bienestar humano<sup>(6)</sup>, el uso del *Project Finance* coadyuva en la tarea de lograr el anhelado desarrollo sostenible para economías emergentes como la nuestra, ayudando a facilitar la inversión privada en el área de infraestructura de servicios públicos, permitiendo la reducción de la brecha de infraestructura y, en general, promoviendo el crecimiento económico de nuestro país.

Por su especial complejidad y sofisticación, sin embargo, el *Project Finance* no es siempre adecuadamente entendido y por ello la difusión de su naturaleza, características y bondades resulta por demás deseable. En este contexto, esperamos que el artículo publicado por el Grupo de Investigación constituya el primero de varios trabajos que se escriban al respecto en nuestro país y que apoyen a difundir este importante mecanismo de financiamiento.

### 3. Ampliando algunos conceptos

#### 3.1. ¿Financiamiento sin recurso o con recurso limitado?

Como se indica correctamente en el artículo bajo comentario, una de las características principales de un *Project Finance* se refiere al hecho que los interesados en desarrollar el proyecto (conocidos como “promotores”, o bajo su nomenclatura anglosajona *sponsors*) se asocian entre sí y constituyen una sociedad de responsabilidad limitada a fin de que sea esta última la que jurídicamente lleve a cabo el proyecto. Esta sociedad de responsabilidad limitada constituida especial y únicamente para desarrollar el proyecto (y por ello denominada comúnmente como “sociedad de propósito especial”, “vehículo de propósito especial” o, bajo su denominación en inglés, *special purpose vehicle*) será la que adquirirá la obligación de financiar, construir y mantener la infraestructura respectiva así como el derecho a explotarla por el plazo de la concesión; en otras palabras, la que adquirirá la calidad de concesionaria y, por ende, la que deberá celebrar todos los contratos asociados al negocio (incluyendo los contratos de financiamiento) y la que asumirá los riesgos del mismo. De esta manera los promotores logran aislar los riesgos del proyecto en la sociedad de propósito especial.

En atención a esta estructura legal, frente a un eventual fracaso de la concesión los acreedores solo podrán dirigirse en contra de la sociedad de propósito especial y no podrán dirigirse en contra de los promotores o de sus activos no vinculados

(4) INSTITUTO PERUANO DE ECONOMÍA. *Estado Actual de la Infraestructura de Servicios Públicos: Estimación de la Brecha de Inversión*. Estudio elaborado por el Instituto Peruano de Economía. Marzo 2002. p. 4.

(5) INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. *Op. cit.*; p. 8.

(6) BANCO MUNDIAL. *Informe sobre el Desarrollo Mundial 1994: Infraestructura y Desarrollo*. Oxford: University Press, 1994.

a la concesión. Por ello, algunos autores sostienen que el *Project Finance* sería un financiamiento sin recurso, ya que sería un financiamiento que se otorga en base a los activos y potencialidades del propio proyecto y en el cual los activos, negocios o garantías de los promotores no jugarían rol alguno, es decir, constituiría un financiamiento “sin recurso a los activos de los promotores”.

Sobre esto último debemos aclarar, sin embargo, que aun cuando un *Project Finance* puro sería un financiamiento sin recurso, lo cierto es que en la práctica casi ningún *Project Finance* se diseña como un financiamiento sin recurso. De hecho las garantías de los promotores juegan un rol fundamental para la viabilidad del financiamiento, por lo menos durante cierta etapa del proyecto y en especial en aquellos casos en que nos encontramos frente a proyectos que requieren la construcción de infraestructura nueva, inexistente al momento de la entrega de la concesión<sup>(7)</sup>.

En efecto, a grandes rasgos podemos distinguir dos grandes etapas en una concesión. En primer lugar la fase de construcción de la infraestructura que será explotada, etapa que sin duda constituye la más riesgosa del proyecto si es que consideramos que, entre otros elementos, durante ella se realizarán las grandes inversiones, por lo general no se generarán flujos a favor del concesionario y no existirá plena certeza respecto de: (i) si el proyecto se construirá dentro del plazo estimado y a los costos proyectados; (ii) si una vez construido estará en la capacidad de producir el producto esperado; y, (iii) si a pesar de poder generar el producto esperado habrá la suficiente aceptación por parte de mercado para la “compra” del producto y consecuentemente para generar los flujos suficientes para cubrir los gastos operativos del proyecto, pagar el servicio de la deuda y generar una rentabilidad significativa para los promotores. Por ello, en esta etapa el riesgo es de tal magnitud que resulta poco probable y prácticamente inviable

obtener financistas que estén dispuestos a otorgar un financiamiento a una sociedad nueva con la única garantía de un activo (el derecho a explotar la concesión) que no generará ingresos sino hasta que la construcción esté terminada y el proyecto completamente operativo.

Es por ello que normalmente en un *Project Finance* se requerirá que los promotores del proyecto brinden ciertas “garantías”<sup>(8)</sup> a favor de los financistas, en respaldo del concesionario y en beneficio del éxito del proyecto. Como es evidente las garantías exigidas a los promotores varían de proyecto a proyecto, dependiendo de la naturaleza, riesgos y características del mismo pero, para mencionar algunas, podríamos indicar al otorgamiento de fianzas solidarias respecto de las obligaciones del concesionario; la asunción de la obligación de inyectar capital al proyecto en determinadas circunstancias, sea a través de aumentos de capital o sea a través de préstamos subordinados al concesionario; la entrega de cartas fianzas bancarias para respaldar este tipo de obligaciones; entre otras.

Si consideramos lo mencionado en los párrafos anteriores, entonces debemos concluir que claramente en la práctica un *Project Finance* rara vez es un financiamiento sin recurso. Sin embargo, debemos añadir que efectivamente la idea detrás de un *Project Finance* es la de aislar el riesgo en la sociedad de propósito especial y dejar a salvo a los promotores y, por ello, en este tipo de estructuras financieras las garantías a las que hacemos alusión en el párrafo precedente solo serán exigibles durante la etapa más riesgosa del proyecto, liberándose las mismas una vez que la construcción del proyecto ha sido completada satisfactoriamente y que se ha alcanzado la segunda gran etapa de una concesión, la etapa de operación.

Es por ello que un *Project Finance* en realidad consiste en un financiamiento con recurso limitado.

(7) También denominados *Greenfield Projects*. Sobre el particular, debe tomarse en cuenta que las concesiones no solo son otorgadas para el desarrollo de *Greenfield Projects*, sino que también pueden ser utilizadas para proyectos que cuentan con infraestructura previamente existente administrada por el Estado y que requiere inversión privada para su ampliación, mejora y/o rehabilitación. Ejemplos de esto último serían la concesión de la carretera Arequipa-Matarani y la concesión del Aeropuerto Jorge Chávez.

(8) Debemos aclarar que en nuestros comentarios utilizamos el término “garantía” como cualquier mecanismo de mitigación de riesgo, sea que este se estructure a través de garantías tradicionales como una hipoteca, una prenda o una fianza o sea que este se estructure a través de fórmulas contractuales como la cesión de un derecho en garantía, la asunción de una obligación de inyectar capital al negocio en determinadas situaciones, la contratación de un seguro, entre otras.

### 3.2. Proyectos BOT y BOOT: aclarando conceptos

En diversos foros locales y en algunas publicaciones se ha resaltado que los contratos de concesión pueden celebrarse bajo diversas modalidades, entre los que destacarían las modalidades BOT (*Build-Operate-Transfer* o Construir-Operar-Transferir) y BOOT (Construir-Tomar en Propiedad-Operar-Transferir)<sup>(9)</sup>. Incluso el Grupo de Investigación identifica correctamente en su artículo algunos contratos de concesión otorgados a la fecha que han sido calificados por las propias autoridades gubernamentales como contratos de concesión BOT o BOOT.

No obstante ello, esta categorización no resulta del todo correcta y merece una precisión que aclare la confusión. En efecto, cuando se habla de modalidades BOT o BOOT no se hace referencia a una modalidad de contrato de concesión, sino más bien a toda una estructura contractual sumamente compleja para el desarrollo de un proyecto de infraestructura y que, entre otros, incluye un contrato de concesión<sup>(10)</sup>.

Ciertamente la diferencia entre un proyecto BOT y un proyecto BOOT radica en el sujeto que será titular de los activos del proyecto durante el plazo de la concesión pero, nuevamente, en ambos casos estamos frente a una estructura global y contractualmente compleja de un proyecto de infraestructura y no frente a un mero contrato de concesión. En este sentido, un proyecto BOT o BOOT implica no solo la celebración de un contrato de concesión, sino también la celebración de toda la gama de contratos necesarios para el éxito de un proyecto de infraestructura, los cuales incluyen convenios de accionistas entre los promotores del proyecto, el contrato de construcción para el desarrollo de la infraestructura, el contrato de

operación y mantenimiento para la explotación de la infraestructura, los contratos de suministro a favor del concesionario para asegurarle la materia prima y suministros necesarios para la generación de su producto, los contratos *offtake* para garantizar el nivel de flujos que generará a lo largo del tiempo por su operación y, ciertamente, la celebración de contratos de financiamiento que permitan viabilizar el financiamiento a través de un *Project Finance*.

Aclarado el concepto, es también importante resaltar que 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. Ello ha hecho que las estructuras BOT/BOOT se vayan acomodando a las necesidades de cada proyecto y que de ellas hayan derivado una serie de modalidades [BBO(*Build, Buy, Operate*); BOO (*Build, Own, Operate*); BOOS (*Build, Own, Operate, Sell*); BOOST (*Build, Own, Operate, Subsidise, 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*); LROT (*Lease, Refurbish, Operate, Transfer*); RLT (*Refurbish, Lease, Transfer*); ROO (*Rehabilitate, Own, Operate*); ROT (*Rehabilitate, Operate, Transfer*)]<sup>(11)</sup>, de las cuales incluso algunas no consideran la celebración de un contrato de concesión.

En todo caso, consideramos que la utilidad práctica de estas categorizaciones radica en la visión general que nos puede dar respecto de alternativas para el diseño de proyectos, más que

(9) Cabe indicar que el artículo 14 del Texto Único Ordenado de las Normas con Rango de Ley que Regulan la Entrega en Concesión al Sector Privado de las Obras de Infraestructura y de Servicios Públicos (Decreto Supremo 059-96-PCM) establece que "La concesión podrá otorgarse bajo cualquiera de las siguientes modalidades: a) A título oneroso, imponiendo al concesionario una contribución determinada en dinero o una participación sobre sus beneficios a favor del Estado; b) A título gratuito; c) Cofinanciada por el Estado, con una entrega inicial durante la etapa de construcción o con entregas en la etapa de explotación, reintegrables o no; o, d) Mixta, cuando concurren más de una de las modalidades antes señaladas". Esta categorización, sin embargo, es en nuestra opinión criticable ya que utiliza dos conceptos distintos y sin conexión lógica para diferenciar a las supuestas modalidades de concesión, de un lado toma como base si el concesionario paga o no una regalía al Estado y, de otro, si el Estado realiza entregas al concesionario. Ello deriva en que toda concesión cofinanciada por el Estado sea en realidad una concesión mixta, ya que cualquier concesión cofinanciada necesariamente tendrá que ser también a título oneroso o a título gratuito dependiendo de si el concesionario pagará o no una regalía.

(10) Por ello es que la bibliografía anglosajona hace referencia a "Proyectos BOT/BOOT" y no a "Concesiones BOT/BOOT". Un excelente libro de consulta al respecto es *BOO/BOT Projects: A Commercial and Contractual Guide* de Jeffrey Delmon.

(11) Nuevamente se sugiere al respecto revisar la publicación de Jeffrey Delmon.

en la necesidad de identificar a determinado proyecto dentro de alguna de estas categorías.

#### **4. Respaldo público, asociaciones público privadas y *Project Finance***

El éxito de un proyecto de infraestructura está directamente asociado a su bancabilidad, es decir, a sus posibilidades de financiamiento. Para ello se requiere, entre otros, estructuras que mitiguen adecuadamente los riesgos del proyecto, que brinden certeza respecto de la generación de flujos por parte del mismo y que en general aseguren la viabilidad y rentabilidad del negocio.

Para este efecto, debe tomarse en cuenta que no todos los proyectos de infraestructura resultan necesariamente rentables por sí mismos y que, en tal medida, nada debería impedir que el Estado preste respaldo público a fin de mejorar las condiciones de ejecución de determinado proyecto o para facilitar la asunción por parte del privado de ciertos riesgos que en condiciones normales no tomaría. En este sentido, a través de una asociación público privada el Estado podría asumir determinados riesgos, brindando apoyo público de manera directa o indirecta para el desarrollo del proyecto. Así, cuando resulte necesario y útil bajo un análisis costo beneficio que considere el grado de interés público (por aspectos económicos y/o sociales) en la ejecución de determinado proyecto, los privados podrían obtener respaldo público que coadyuve al éxito del mismo.

Sobre el particular, consideramos que dicho respaldo público podría ser otorgado a través de la estructuración de ciertas medidas especiales, especialmente de índole financiera o económica, que el Estado adopta para mejorar las condiciones de ejecución de determinado proyecto o para facilitar la asunción por parte del privado de ciertos riesgos que en condiciones normales no tomaría<sup>(12)</sup>.

No obstante que las normas actualmente vigentes prevén la figura de las concesiones cofinanciadas, algunos proyectos que han sido recientemente otorgados en concesión y en los cuales el Estado ha brindado respaldo público han sido objeto de ciertos cuestionamientos debido a la falta de claridad del marco legal vigente y, por ello, consideramos que resulta de gran importancia

que el Gobierno dicte normas que orienten el accionar del Estado en este sentido ya que el no contar con reglas claras y de aplicación predecible desincentiva la inversión.

En este sentido, consideramos que se requiere de una norma que permita una adecuada aplicación de un programa de asociaciones público privadas (en adelante APPs) y que regule de manera expresa el tipo de respaldo público que podrá otorgarse para el desarrollo de proyectos de infraestructura, los niveles de coordinación y aprobación que deben obtenerse al interior del Estado para tal efecto y el procedimiento a seguirse para ello con la finalidad de asegurar la sostenibilidad fiscal. Este marco legal debería tener por objetivo que se promuevan las asociaciones público-privadas en los tres niveles de gobierno (nacional, regional y local), aunque estableciendo en términos generales los procedimientos que se deberán seguir para autorizar el otorgamiento de respaldo público y para estimar el costo total de dicho respaldo y su impacto en la situación fiscal del Estado, buscando evitar que el Estado asuma responsabilidades contingentes mal definidas o excesivas<sup>(13)</sup>.

Un marco legal de este tipo ayudaría a continuar identificando proyectos que, con respaldo público, podrían ser desarrollados por el sector privado. Como es evidente, sin embargo, no basta con la creación de un marco legal aplicable sino que se requiere de otros elementos para el éxito de este programa. Así, consideramos que será fundamental el compromiso político a todo nivel, a fin de estructurar el programa de APPs como una oportunidad continua de negocios que atraiga al sector privado y que promueva la inversión de recursos en los procesos que se convoquen para tal efecto; el desarrollo de *expertise* para lidiar con el proceso de APPs tanto en los sectores público como privado; que el gobierno identifique aquellos sectores y proyectos que deben tener prioridad bajo el programa de APPs y que se genere un flujo regular de operaciones, basado en patrones predecibles de asignación de riesgos.

En cualquier caso, el principio general respecto del cual debe partir una eventual regulación que se prepare al respecto es que no se debe limitar de manera innecesaria y por norma la flexibilidad del Estado para estructurar conjuntamente con

(12) Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil. *Proyectos de Infraestructura con financiación privada*.

(13) *Ibid.*

los privados una distribución de riesgos que sea la que mejor se adecue a las necesidades específicas del proyecto. No obstante ello, debe asimismo asegurarse que el Estado no incurra en responsabilidades excesivas y que se respeten las reglas de sostenibilidad fiscal a lo largo del tiempo.

#### 5. Un comentario final

Al inicio de este documento mencionamos que el artículo bajo comentario constituía una de las primeras publicaciones efectuadas en Perú sobre

el *Project Finance*. Más aun, al Grupo de Investigación (y a mi) le consta lo difícil que resulta el poder conseguir bibliografía sobre la materia en idioma español.

Felicito la iniciativa en la preparación de dicho artículo y la capacidad de investigación respecto de un tema tan complejo y poco estudiado a nivel local, esperando que, como se menciona en el propio artículo, el trabajo de investigación dé lugar a un segundo nivel de análisis vinculado a la implementación efectiva del *Project Finance* en el ámbito nacional.

RF

---

---

RODRIGO, ELIAS & MEDRANO  
ABOGADOS

---

Av. San Felipe 758, Lima 11. Teléfono 619-1900. Fax 619-1919  
[www.estudiorodrigo.com](http://www.estudiorodrigo.com)