

# La Asociación Público Privada y el Nuevo Hogar del Project Finance

Edgardo Mercado Neumann<sup>1</sup>  
Flavia Abusada Chehade<sup>2</sup>

## SUMARIO

1. El Nuevo Hogar del Project Finance. 2. La Sociedad de Propósito Especial. 3. La Viabilidad del Proyecto. 4. La Estructura del Financiamiento. 5. Las Fases o Etapas del Proyecto. 6. Influencia en la Transacción. 7. La Clasificación. 8. De Técnica a Contrato. 9. Conclusión.

## PALABRAS CLAVES

Project Finance; Sociedad de Propósito Especial; Proyecto de Inversión Pública; Autofinanciamiento; Cofinanciamiento.

## KEYWORDS

Project Finance; Special Purpose Vehicle; Public Investment Project; Self-financing; Cofinancing.

## RESUMEN

El Project Finance como técnica principal de financiamiento ha desbordado todas las prácticas tradicionales de la estructuración de proyectos de gran envergadura. Así, hoy en día, esta técnica financiera es sin duda un elemento indispensable a considerar al momento de hablar de cualquier proyecto – ya sea de inversión pública o inversión privada –. El presente documento pretende acercarnos a las principales características del Project Finance, sus diferencias con las Asociaciones Público Privadas, así como sus principales aportes.

## ABSTRACT

Project finance as the main financing technique has overflowed all the traditional practices of structuring large-scale projects. Thus, today, this financial technique is undoubtedly an indispensable element to consider when talking about any project - be it public investment or private investment. This document intends to approach the main characteristics of Project Finance, its differences with Public Private Partnerships, as well as its main contributions.

## 1. El Nuevo Hogar del Project Finance

La técnica financiero mercantil del Project Finance finalmente encontró un hogar natural en las modernas versiones del contrato de Asociación Público Privada (APP). Latinoamérica

<sup>1</sup> Profesor de Asociaciones Público Privadas de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Socio fundador del Estudio Mercado Abogados. Consultor legal, árbitro y profesor universitario.

<sup>2</sup> Bachiller en Derecho por la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Adjunta de Docencia en el Curso Asociaciones Público-Privadas y Derecho Administrativo 1.

y el Caribe han sido testigos excepcionales de este encuentro que ha permitido encarar grandes proyectos de infraestructura, sin tener que recurrir a los recursos siempre escasos del Estado y a superar las fallas del mercado – y por qué no las fallas del gobierno – en materia de los llamados servicios públicos tradicionales.

El Project Finance es una institución proveniente del derecho privado. Sus orígenes pueden situarse en el Derecho Mercantil, específicamente en el comercio marítimo si es que queremos retroceder hasta el derecho romano y a la figura denominada “*fenus nauticum*”, consistente en préstamos de altos riesgos asumidos por el acreedor a cambio de elevados intereses, que el comerciante se obligaba a cancelar, junto con el capital y las ganancias de la operación de tráfico marítimo, pero supeditado a que dichas ganancias efectivamente existieran.

Otros consideran que la primera operación de Project Finance se realizó en un préstamo otorgado por la Corona inglesa a los Frescobaldi en el siglo XIII, a fin de viabilizar la explotación de una mina de plata; o, en los fondos habilitados por las compañías holandesas a expedicionarios para financiar viajes comerciales al Asia a cambio de una cuota de participación en las ganancias<sup>3</sup>.

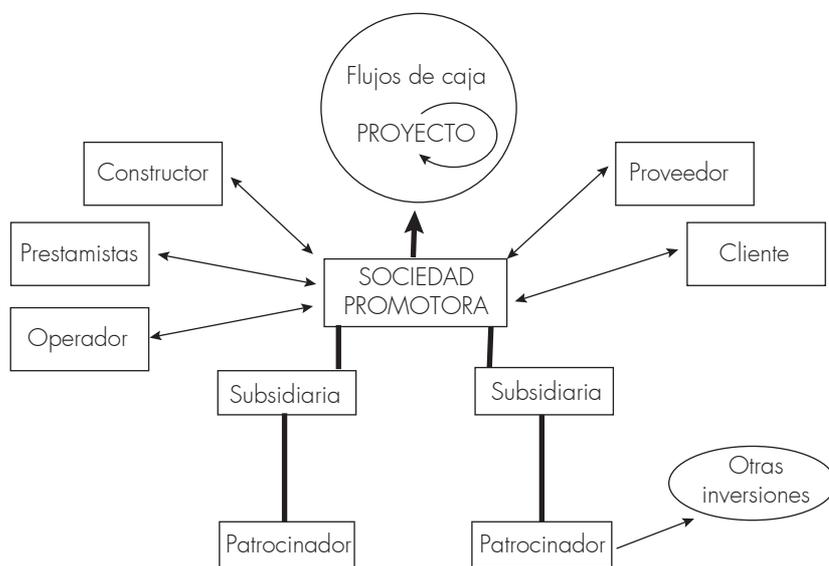
No es sin embargo, hasta finales del siglo XX que esta figura se desarrolla a plenitud con todos los caracteres que hoy se le conocen, es decir, como un complejo y sofisticado mecanismo que permite financiar cierto tipo de proyectos de alto costo y largo aliento, con riesgos hasta cierto punto impredecibles que necesitan ser compartidos o trasladados.

En los países desarrollados esta figura comenzó a ser utilizada en proyectos privados, dado el poder o el potencial económico de las grandes empresas, las multinacionales y los grupos de sociedades. En Latinoamérica, esta técnica sólo cobró importancia cuando el Estado vio en ella un potencial para desarrollar infraestructura sin tener que invertir recursos públicos o asumir compromisos presupuestales. Es así como el desarrollo del Project Finance, por ser aplicable a proyectos de gran envergadura encuentra su escenario natural precisamente cuando el Estado en cumplimiento de su rol subsidiario en la economía, permite al empresario participar en ciertos sectores tradicionalmente reservados para sí, como es el caso de los servicios o activos llamados públicos.

En este cuadro, se aprecia cómo los patrocinadores, directamente o a través de subsidiarias, forman una sociedad promotora normalmente conocida como Sociedad de Propósito Especial, pues tiene como objeto exclusivo desarrollar el proyecto. De esta manera, es esta sociedad la que se vincula con los financistas, constructores de la infraestructura y operadores de la misma, por un lado; y con los proveedores y clientes por el otro, teniendo como único o principal recurso de financiamiento, los flujos de caja del proyecto.

<sup>3</sup> ACOSTA OLIVO, CARLOS y Rocío LLANOS NAVARRO. *Aproximación a la estructura contractual y financiera del Project Finance*. En: Revista Actualidad Empresarial N° 267. Informe Especial. Lima: Instituto Pacífico. 2012. Disponible para consulta en: [http://works.bepress.com/carlos\\_acostaolivo/3](http://works.bepress.com/carlos_acostaolivo/3)

Un esquema tradicional de Project Finance responde a la siguiente estructura<sup>4</sup>:



Ahora bien, este innovador y complejo método de financiamiento por el cual es factible salir de los esquemas clásicos del ‘corporate finance’<sup>5</sup> y solucionar la problemática referida a la insolvencia para encarar grandes proyectos de construcción y explotación de infraestructuras, de gran envergadura tanto en sectores públicos como privados, son hoy en día el principal sustento de las Asociaciones Público Privadas.

No cabe confundir el término *Project Finance*, referido al mecanismo de financiamiento, con la palabra “proyecto”, el cual es el objetivo del tal financiamiento. Estos proyectos suelen caracterizarse por permitir la construcción de infraestructura y explotación de la misma en períodos largos de gestación, que requiere de la participación de importantes fuentes financieras y por ende de la identificación de riesgos asociados. Son por tanto proyectos que responden a una modelación y estructuración compleja.

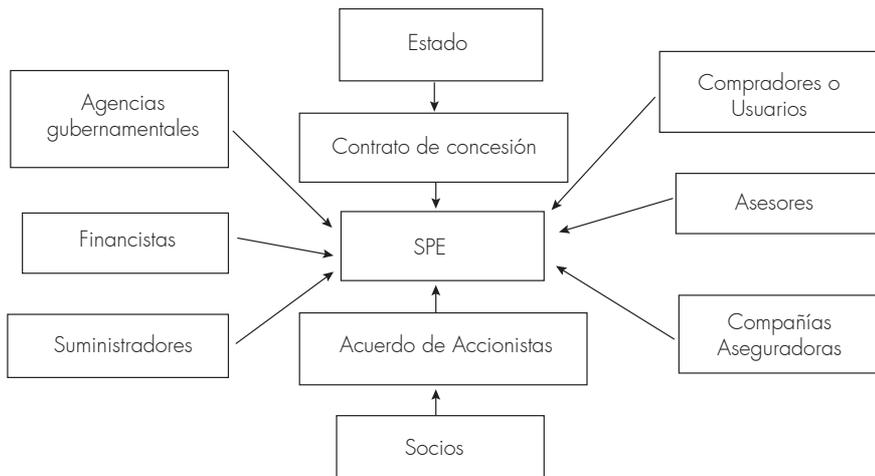
## 2. La Sociedad de Propósito Especial

Otra característica importante que aporta el derecho mercantil a esta técnica financiera es la llamada Sociedad de Propósito Especial (SPE o SPV por sus siglas en inglés). El propósito del uso de la SPE en las Asociaciones Público Privadas es aislar los riesgos del proyecto de los riesgos de las empresas promotoras, estructurándose una variedad de relaciones vinculadas como las señaladas en el siguiente cuadro<sup>6</sup>:

<sup>4</sup> Íbid. Figura 1.

<sup>5</sup> El Corporate finance es una relación de deuda que se centra en toda la empresa, sus balances, bienes y accionistas para asegurar el reembolso del crédito.

<sup>6</sup> AAVV. *Innovando el financiamiento de proyectos. Una aproximación al Project Financ*. Grupo de Investigación Ius et Veritas. En: Revista Ius et Veritas. Lima: Revista editada por estudiantes de la Facultad de Derecho de la PUCP. N° 30. 2010. p. 449.



Comienzan pues, a notarse las similitudes de la estructuración del Project Finance con el proyecto encarnado en una APP. Sin embargo, sólo que como se aprecia en el segundo cuadro, la estructuración y diseño de las Asociaciones Público Privadas exigen un mayor nivel de detalle, lo cual tiene su correlato en la realidad por las exigencias que supone la participación del Estado.

Debemos recordar que los protagonistas involucradas en un Project Finance son, además de la Sociedad de Propósito Especial, sus accionistas o promotores, los financistas y aseguradoras, el constructor y los proveedores, el operador, los asesores y los Clientes. Entre todos ellos, el Project Finance teje una maraña de relaciones múltiples y complejas.

Pero cuando participa el Estado como protagonista, además de agregar otros protagonistas como los órganos promotores y de supervisión, la legislación intenta unificar las principales relaciones involucradas en un contrato unitario. Esto no quiere decir sin embargo que no existan contratos complementarios al contrato de APP que coadyuvan a su ejecución y desempeño. Igualmente, como se puede ver en la figura del presente acápite, la Sociedad de Propósito Especial juega un rol central.

### 3. La Viabilidad del Proyecto

El Bankability, o bancabilidad, es la aptitud de un proyecto de ser lo suficientemente atractivo para los inversionistas (especialmente para los inversionistas de deuda). Si el proyecto es lo suficientemente atractivo (rentable), está en la capacidad de ser financiado en los mercados financieros.<sup>7</sup> Un proyecto es atractivo cuando su rentabilidad es mayor a sus riesgos y una buena gestión puede garantizar su viabilidad técnica, comercial y financiera.

Por el contrario, la rentabilidad será negativa cuando los riesgos la superan al punto de convertir el proyecto en inviable, por más buena gestión que tenga. En las APP, debido a la participación del Estado, esta relación negativa puede cambiar debido a la rentabilidad

<sup>7</sup> LAU-TÁM OYAFUSO, Alfredo. *Project Finance: Reflexiones en torno al caso peruano*. En: Centro de Estudios de Derecho Corporativo. Lima: Facultad de Derecho de la Universidad de San Martín. 2010.

social del proyecto, a su alto contenido o interés social, que lo motiva a intervenir como cofinanciador.

Así, tenemos que la viabilidad del proyecto no debe asociarse únicamente a aquellos proyectos ejecutados a través de una APP Autofinanciada, sino que también corresponde hablar de viabilidad del proyecto – y por ende de la técnica financiera específicamente – en una APP Cofinanciada.

De lo expuesto, se infiere que la bancabilidad del proyecto es igualmente necesaria en las APP como lo es en el Project Finance, sólo que en el caso de la APP se agrega el concepto de rentabilidad social para evaluar la viabilidad.

#### 4. La Estructura del Financiamiento

En temas de infraestructura, lo que se quiere construir, operar y mantener es una infraestructura particular, involucrando a una infraestructura de obra pública o asociada a un determinado Servicio Público. En buena cuenta, el sentido de un financiamiento es buscar fondos para la ejecución de un determinado proyecto; generalmente un proyecto de inversión pública (PIP).

Respecto a la estructura de capital, la misma estudia en qué proporción los recursos pueden provenir de deuda (*debt*) y en cuanto puede provenir de capital (*equity*). La elección por qué tipo de financiamiento elegir estriba en de dónde se obtiene el dinero y cómo obtenerlo. Así la obtención del financiamiento puede ser a través de (1) los accionistas, por medio de (i) préstamos o (ii) capitalización (2) terceros (i) financiamiento bancario – préstamos bancarios – garantías o (ii) mercado de valores o (iii) fideicomiso de infraestructura.

Lo que ocurre con frecuencia en las obras de gran envergadura, dígame proyectos de infraestructura, es que la deuda obtenida para financiar el proyecto es siempre superior al aporte de los inversionistas. Solamente existe una explicación central para ello. La razón es que el dinero captado a través de terceros siempre es más “barato” en términos simples que aquél aportado por el inversionista o sponsor como se le conoce<sup>8</sup>.

Un tema particular en nuestra legislación con respecto al financiamiento de proyectos de infraestructura es la presencia de subsidios – más conocido como el balance entre *equity* y *debt* –. Esto recibe el nombre de cofinanciamiento. En el cofinanciamiento como método de financiación, los sponsors no son los únicos que se endeudan, puesto que en ese afán de subsidiar la obra propiamente dicho, es el Estado quien asume parte de la deuda también o el costo del proyecto si se quiere ver de ese modo.

No debemos olvidar además los Project Agreement o las garantías utilizadas en los financiamientos. Estas garantías pueden recaer sobre distintas partes del proyecto; desde las licencias hasta la concesión misma.

<sup>8</sup> Ibid. Con la finalidad de ejemplificar la estructura del financiamiento, estamos de acuerdo con el ejemplo planteado por Alfredo Lau-Tam Oyafuso, en los siguientes términos: “**El Retorno esperado por los sponsors de la carretera interoceánica tramos 2, 3 y 4 por su aporte de equity (a manera de capital social de la S.PE) era estimado en no menos del 15% anual, vale decir, los sponsor esperaban una rentabilidad anual por el capital aportado no menor al 15% anual. Sin embargo, los instrumentos financieros de deuda emitidos para financiar la misma concesión, comprados por inversionistas de deuda, se colocaron a una tasa alrededor de 8.4% anual.**”

Así pues, evidenciamos cómo las relaciones deuda/capital características del Project Finance se reflejan con la misma orientación en las Asociaciones Público Privadas.

## 5. Las Fases o Etapas del Proyecto

Ahora bien, un esquema tradicional de la técnica del Project Finance nos aconsejaría observar – como mínimo – las siguientes etapas:



Sin embargo, como es lógico suponer, cuando interviene el Estado es necesario atenerse a ciertos principios que aseguren el buen gobierno y manejo de, de la APP como del Project finance que subyace en su seno. De acuerdo al Decreto Legislativo N° 1224<sup>9</sup> estos principios son la competencia, transparencia, el enfoque de resultados, planificación, y la responsabilidad presupuestal.

Los principios antes descritos deben aplicarse a todas las fases vinculadas al desarrollo de proyectos. Cabría entonces preguntarse cuáles son esas fases en una APP que se sustenta en un project finance. Estas fases se integran en un buen marco institucional por medio de un proceso claro y definido, en el que se van desarrollando los complejos mecanismos, actos administrativos, relaciones jurídicas, estudios, evaluaciones que exigen el método de Project finance aplicado a las APP. Evaluación, promoción, cierre

### <sup>9</sup> Artículo 4.- Principios

En todas las fases vinculadas al desarrollo de los proyectos regulados en el presente Decreto Legislativo se aplican los siguientes principios:

Competencia

Los procesos de promoción de la inversión privada promueven la búsqueda de competencia, igualdad de trato entre los postores y evitan conductas anticompetitivas o colusorias.

Transparencia

Toda la información cuantitativa y cualitativa que se utilice para la toma de decisiones durante la evaluación, desarrollo, implementación y rendición de cuentas de un proyecto llevado a cabo en el marco del presente Decreto Legislativo es de conocimiento público, bajo el principio de publicidad establecido en el artículo 3 del Texto Único Ordenado de la Ley N° 27806, Ley de Transparencia y Acceso a la Información Pública, aprobado mediante Decreto Supremo N° 043 2003-PCM.

Enfoque de resultados

Las entidades públicas en el desarrollo de sus funciones adoptan las acciones que permitan la ejecución oportuna de la inversión privada, así como identifican e informan las trabas existentes que afecten el desarrollo de los proyectos regulados bajo el presente Decreto Legislativo.

Planificación

El Estado a través de los Ministerios, Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales, prioriza y orienta el desarrollo ordenado de las Asociaciones Público Privadas y Proyectos en Activos según las prioridades nacionales, sectoriales, regionales y locales, considerando para ello la política de descentralización del país.

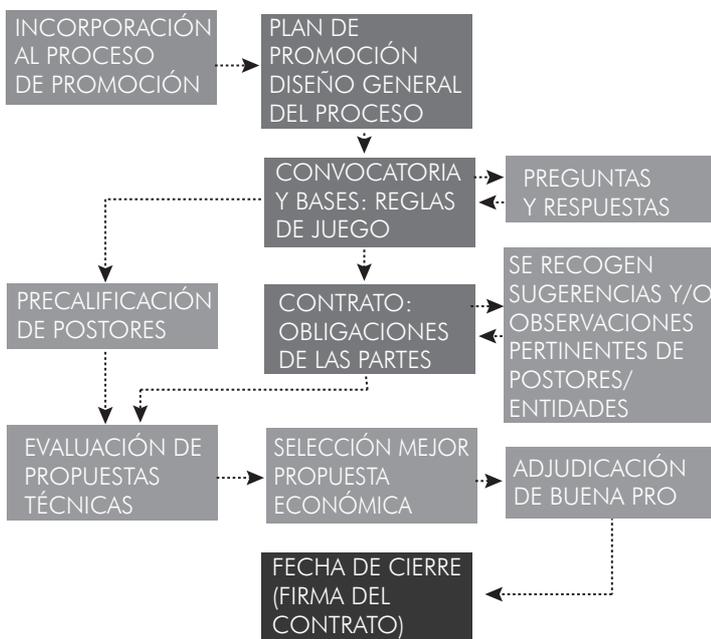
Responsabilidad presupuestal.

Debe considerarse la capacidad de pago del Estado para asumir los compromisos financieros, firmes y contingentes, que se deriven directa e indirectamente de la ejecución de los contratos celebrados en el marco del presente Decreto Legislativo, sin comprometer en el corto, mediano ni largo plazo, el equilibrio presupuestario de las entidades públicas, la sostenibilidad de las finanzas públicas ni la prestación regular de los servicios públicos.

financiero, construcción y puesta en marcha, etapas características del Project Finance luego dan paso a las etapas equivalentes (y más sofisticadas) en las APP.

Antes de la dación del Decreto Legislativo N° 1224, las fases se desarrollaron en parte por normas o dispositivos legales y en parte por prácticas de la administración. Pero en síntesis, las mismas pueden deducirse del siguiente cuadro preparado por PROINVERSIÓN en su Manual Actualizado sobre Asociaciones Público Privadas, “Promoviendo la Inversión Privada en el Perú (www.investinperu.gob.pe):

**¿Cuál es proceso que sigue una APP?**



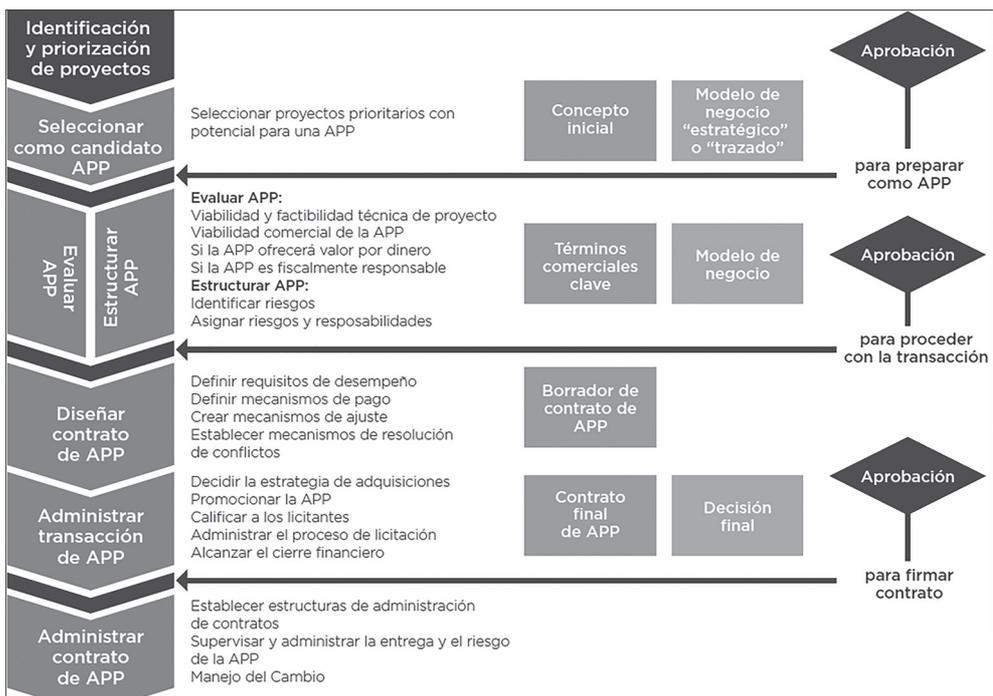
Ahora, con el Decreto Legislativo 1224, el marco institucional, con procesos y etapas claramente definidos, establece las siguientes fases:

- a. **Planeamiento y Programación.** Comprende la planificación de proyectos y compromisos. Debemos entender que en esta etapa está incluida la identificación del proyecto por los sectores, agencias de promoción de la inversión privada de los Gobiernos regionales y locales.
- b. **Formulación.** Comprende el diseño del proyecto y/o evaluación del mismo, a cargo del Ministerio, Gobierno Regional o Gobierno Local, o Proinversión en el marco de sus competencias.
- c. **Estructuración.** Comprende el diseño del proyecto como Asociación Público Privada, incluida su estructuración económico financiera, mecanismo de retribución en caso corresponda, asignación de riesgos y el diseño del contrato a cargo del Organismo Promotor de la Inversión Privada.

- d. **Transacción.** Comprende la apertura al mercado del proyecto. El Organismo Promotor de la Inversión Privada recibe y evalúa los comentarios de los postores, determina el mecanismo aplicable, el cual podrá ser la licitación pública, concurso de proyectos integrales u otros mecanismos competitivos.
- e. **Ejecución Contractual.** Comprende el periodo de vigencia del contrato de Asociación Público Privada, bajo responsabilidad del Ministerio, Gobierno Regional o Gobierno Local. Asimismo comprende el seguimiento y supervisión de las obligaciones contractuales.

Finalmente, tenemos las fases o etapas a observar en un contrato de APP, según las buenas prácticas que dictan las organizaciones internacionales. Las buenas prácticas internacionales entendidas como guía o forma de actuar siguiendo sistemáticamente unas pautas establecidas, reconocidas y aceptadas por entidades internacionales relacionadas con la problemática (en este caso bancos o financieras multilaterales) de reconocido prestigio, colectivo profesional, expertos acreditados o grupo social suficientemente representativo.

De este modo, tenemos que el BID<sup>10</sup> propone el siguiente esquema:



## 6. Influencia en la Transacción

Es en la etapa de transacción en donde más difieren la técnica del Project Finance con el contrato de APP. En efecto, la libertad contractual cede ante los principios de

<sup>10</sup> Asociaciones Público Privadas: Implementando Soluciones en Latinoamérica y el Caribe; Unidad 2: Procesos de APP y Responsabilidades Institucionales.

competencia y transparencia que exigen el uso de mecanismos tradicionales<sup>11</sup> del derecho administrativo, como concursos o licitaciones públicas. Pero esta distinción no es radical, debido al hecho de a diferencias de dichas contrataciones, las asociaciones públicas privadas buscan un socio y no un proveedor.

De esta manera, resulta especialmente relevante ver como la rigidez tradicional de estos mecanismos ha ido cediendo paso a exigencias más flexible, como la distinción entre consultas y observaciones, las diversas revisiones de las Bases y la formulación de bases integradas, así como de los varios proyectos contractuales que permiten un cierto margen de negociación a los postores. Ni que decir de las iniciativas privadas en las que se prevé una etapa y espacio específico para la negociación directa.

## 7. La Clasificación

¿Qué duda cabe que la tradicional clasificación del Project Finance sin recurso y con recurso, es hoy en día la clasificación de las Asociaciones Público Privadas en Autofinanciadas y Cofinanciadas?

Siguiendo a Acosta y Llanos, uno de los principales atractivos de este mecanismo de financiamiento consiste en la posibilidad de ejecutar proyectos que requieren una gran inversión, sin la necesidad de que los actores involucrados asuman grandes deudas para el financiamiento del mismo, ya que las inversiones y los gastos relativos a la implementación y mantenimiento del proyecto será asumido por el flujo de caja del proyecto mismo.<sup>12</sup>

En el clásico Project Finance se distingue entre el financiamiento sin recurso puro y el financiamiento con recurso limitado. La idea es evitar que los acreedores se cobren efectivamente de los flujos de caja del proyecto y no exijan mayores garantías a los promotores o a los accionistas de la Sociedad de Propósito especial. Esto no impide sin embargo, poder acceder a garantías del proyecto mismo como en la hipoteca de la concesión.

Esta distinción es, sin duda, la base de la distinción entre las APP autofinanciadas o autosostenibles y las cofinanciadas en las que la normatividad vigente clasifica a las APP para darles un tratamiento diferenciado, sobre todo porque en estas últimas los recurso o compromisos provienen del Estado.

## 8. De Técnica A Contrato

Podemos definir el Project Finance como una técnica donde la viabilidad financiera de un proyecto depende de una combinación especial entre deuda y capital, para la construcción y operación de una infraestructura en particular en la cual los prestamistas o proveedores del financiamiento asumen los principales riesgos del mismo, luego de evaluar la capacidad de retorno del proyecto mismo, es decir, su capacidad de

---

<sup>11</sup> La Ley de Contrataciones y Adquisiciones del Estado no es aplicable a las Asociaciones Público Privadas debido a que la contraprestación no es pagada por el estado con fondos públicos, sino por los usuarios privados del servicio público vinculado a la infraestructura (artículo segundo del Reglamento de la Ley de Contrataciones del Estado). No cabe confundir el subsidio en los casos de cofinanciamiento con contraprestación.

<sup>12</sup> ACOSTA OLIVO, CARLOS y Rocío LLANOS NAVARRO. Op. Cit.

generar un flujo de fondos con capacidad suficiente para repagar a los proveedores del financiamiento.<sup>13</sup>

Por su lado, las Asociaciones Público Privadas se definen como contratos en los que se incorpora experiencia, conocimientos, equipos, tecnología, y se distribuyen riesgos y recursos, preferentemente privados, con el objeto de crear, desarrollar, mejorar, operar o mantener infraestructura pública y/o proveer servicios públicos de largo plazo, en los cuales debe existir una adecuada distribución de riesgos entre las partes, de manera que los riesgos sean asignados a aquella parte con mayores capacidades para administrarlos, considerando el perfil de riesgos del proyecto (Numeral 11.1 y 11.2 del artículo 11 del Decreto Legislativo N° 1224).

En su modalidad Autofinanciada (autosostenible como se le conocía en el Decreto Legislativo N° 1012) el proyecto de APP debe tener capacidad propia de generación de ingresos suficientes para pagar a los proveedores del financiamiento, mientras en su modalidad cofinanciada se agregan garantías financieras o garantías no financieras con la misma finalidad. (Artículo 13 del Decreto Legislativo 1224)

Analizadas con cuidado, no vemos diferencias sustanciales como para negar que las asociaciones público privadas albergan la técnica del Project Finance. La hacen suya en aspectos esenciales como la finalidad (infraestructura), el plazo, aislamiento del proyecto e identificación y asignación de riesgos, así como en la fuerte restricción de los recursos que aseguren el reembolso a los proveedores del financiamiento. Además le son comunes a ambas figuras la necesidad de un marco legal estable y apropiado, flujos estables y predecibles, sentido económico del Proyecto, solvencia y experiencia de gestión del operador de la infraestructura, envergadura del Proyecto, diseño a medida y posibilidad de asignar riesgos entre los partícipes.

## 9. Conclusión

El Project Finance se ha consolidado como el mecanismo financiero natural de las Asociaciones Público Privadas, al extremo que le ha dado sus elementos y caracteres fundamentales, ha determinado sus formas y etapas, su clasificación y su sentido económico entre otros aportes. La Asociación Público Privada a cambio, ha elevado el mecanismo compuesto por una imbricada red de relaciones, a la categoría de contrato nominado y unitario.

<sup>13</sup> Ver artículo de NOYA DE LA PIEDRA, Ismael y Juan Carlos DE LOS HEROS. "Para entender el Project Finance". En: Revista THEMIS. Lima: Revista editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la PUCP. N° 54. 2007.