



Diego Peschiera Mifflin^(*)^(**)

Emisión internacional de **bonos para el financiamiento de proyectos**

“EN UN PAÍS EN DONDE LA BRECHA DE INFRAESTRUCTURA ES ENORME COMPARADO CON AQUELLA DE NUESTROS VECINOS Y ESTANDO PROGRAMADA IMPORTANTES INVERSIONES, RESULTA IMPORTANTE PONER AL ALCANCE DE POTENCIALES EMISORES ALTERNATIVAS REALISTAS DE FINANCIAMIENTO QUE AYUDEN POCO A POCO A DISMINUIR LA BRECHA INDICADA Y HAGAN POSIBLE PROCESOS DE INVERSIÓN DE ENVERGADURA.”

1. Noción general

Últimamente las sociedades peruanas y, en mayor medida, las entidades del sistema financiero peruano están acudiendo cada vez más al mercado internacional de capitales para conseguir el financiamiento que el desarrollo de sus propias actividades requiere.

Para el caso de los proyectos de infraestructura, la apreciación inicial también es correcta, pues los principales proyectos de inversión en infraestructura han sido financiados internacionalmente, aunque principalmente mediante préstamos sindicados o una combinación de préstamos, bonos y financiamiento multilateral.

En un país en donde la brecha de infraestructura es enorme comparado con aquella de nuestros vecinos y estando programada importantes inversiones, resulta importante poner al alcance de potenciales emisores alternativos realistas de financiamiento que ayuden poco a poco a disminuir la brecha indicada y hagan posible procesos de inversión de envergadura.

En el presente artículo trataremos sobre la forma básica de estructurar un bono internacional cuyo uso de fondos será íntegramente destinado al desarrollo de un proyecto, ya sea uno que cuente con un derecho de

(*) Abogado por la Universidad de Lima. *Master of Laws (LL.M.)* por la Universidad de Nueva York. Estudios completos de Filosofía por la Facultad de Teología Pontificia y Civil de Lima. Profesor de la Escuela de Posgrado de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú y de la Maestría en Derecho Corporativo de la Universidad ESAN. Socio de Rodrigo, Elías & Medrano Abogados.

(**) Para mis tres enanas y mi enano, mis amores. Dedicado a papá, por su enseñanza de vida y haber orientado mi norte.

Emisión internacional de bonos para el financiamiento de proyectos

concesión de infraestructura pública (como en el caso de un puerto, aeropuerto o redes viales) o se trate íntegramente de un proyecto privado en donde el Estado no otorga garantías o seguridades.

2. Alternativas de financiamiento en el ámbito internacional

Buscar financiamiento en el mercado internacional requiere de experiencia y no se puede hacer sin la ayuda experta de los banqueros y abogados especializados.

Asumiendo que el proyecto a financiar ya cuenta con un modelo económico-financiero que hace viable su financiamiento, el siguiente paso es contratar los servicios de uno o dos bancos internacionales con experiencia suficiente en la labor que se les encomienda.

Menciono que es fundamental tener definido el modelo económico-financiero del proyecto pues dependerá de los flujos con que cuente la potencial sociedad emisora para determinar el plazo de repago de la deuda a tomar en el mercado internacional y por tanto el tipo de financiamiento adecuado para el proyecto.

Por ejemplo, si el análisis del modelo económico-financiero resulta que se debe tomar una deuda de largo plazo (digamos a 15 o 20 años), entonces es bastante claro que el banquero seguramente sugerirá ir al mercado de capitales en lugar de buscar financiamiento bancario sindicado pues se sabe que, salvo por los financiamientos ofrecidos por las entidades multilaterales (IFC y CAF por ejemplo), el mercado de créditos sindicados internacionales otorga plazos de repago mucho más cortos y por tanto el **precio** por un financiamiento de ese tipo seguramente será mas costoso.

En cambio, los plazos de repago de un financiamiento vía la emisión de bonos son típicamente mas largos y con alguna posibilidad de estructurarlo pagadero tipo *bullet* o *balloon* (es decir, un porcentaje alto de la deuda se paga al final del cronograma de pagos acordado) y con periodos de gracia para el pago del capital mucho mas largo que cuando se trata de un crédito sindicado ordinario.

Por esa razón, los financiamientos de proyectos pueden ser financiados por emisiones de bonos. Sin embargo, dada la

“COMO SABEMOS, SE PUEDE ESTRUCTURAR UN FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS A PARTIR DE CONTRATOS, PRÉSTAMOS BANCARIOS ORDINARIOS O PRÉSTAMOS SINDICADOS, O A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES LOCAL O INTERNACIONAL.”

naturaleza de la emisión, se exige del adecuado *know how* para lograr con éxito su colocación entre inversionistas internacionales.

3. Características básicas de un bono internacional

Como se sabe, un bono es la obligación dineraria directa de un emisor frente a terceros acreedores llamados también bonistas, tenedores o titulares de bonos o simplemente inversionistas.

En líneas generales, las características básicas de un bono internacional mediante el cual se financie un proyecto son:

a) *Seniority*

Como cualquier emisión de obligaciones, estas pueden ser *senior* o preferentes, garantizadas o incluso subordinadas. En el caso de emisiones que buscan financiar proyectos, el bono siempre será preferente y garantizado con los activos y derechos de la sociedad emisora que estén vinculados con el proyecto.

En el caso por ejemplo de otro tipo de emisores, como las de los bancos u otras instituciones financieras, éstos no pueden emitir obligaciones con garantía y por tanto el único respaldo de sus obligaciones frente



Diego Peschiera Mifflin

a los inversionistas o bonistas será el patrimonio general del banco.

Por otro lado, claro está que los bancos pueden emitir en forma subordinada para incrementar de esta forma su patrimonio efectivo regulado y con cargo a ello incrementar su exposición crediticia, es decir, la deuda subordinada les permite crecer y aumentar sus colocaciones⁽¹⁾.

b) Opción de rescate

El bono puede estructurarse con una opción de rescate que el emisor puede ejercer durante la vida del bono o en momentos específicos cuando ocurran determinados eventos tales como cambios normativos u otros que se hayan precisado, incorporado y negociado en el Prospecto Marco, *Offering Circular* u *Offering Memorandum*, como por ejemplo un *tax call*. El ejercicio de la opción de compra es unilateral e incondicional.

c) Plazo de emisión del bono

El plazo de emisión de un bono es fijado de acuerdo a la oferta y demanda de los inversionistas y el apetito de ellos por plazos largos. En caso el emisor necesite de plazos largos de repago y el modelo económico-financiero del proyecto lo soporta, el banco estructurador buscará a los inversionistas adecuados que busquen calzar sus colocaciones con inversiones del tipo de plazo necesario para sus carteras de inversión.

Los inversionistas tales como compañías de seguros, por ejemplo, son los que usualmente se interesan por tomar o hacer inversiones de mediano y largo plazo.

d) Factores de riesgos

Como toda emisión de obligaciones, el inversionista o bonista asumen los riesgos propios crediticios de la sociedad emisora y de las actividades comerciales y económicas que pudiesen afectarla, así como los riesgos del mercado y riesgos asociados a l país en su conjunto y su estabilidad macro económica. Los factores de riesgo que el inversionista tomará están usualmente enumerados y detallados muy

explícitamente en una sección especial del *Offering Circular* que se estructure.

Es responsabilidad del estructurador y de la sociedad emisora incorporar los factores de riesgo adecuados a fin de informar verazmente a los inversionistas.

En adición, tratándose de una emisión cuyo objeto sea financiar un proyecto, se deberán incluir diversos factores de riesgo vinculados con la etapa constructiva, diseño, permisos, licencias y autorizaciones, terminación y puesta en operación comercial del proyecto en si mismo.

Esto último resulta evidentemente importante pues será el momento inicial en que la sociedad emisora de las obligaciones comience formalmente a reportar ingresos y a partir de allí, comenzará seguramente el cronograma de pagos del principal del bono emitido en el mercado internacional.

e) Financiamiento

No cabe duda de que una emisión de obligaciones constituye una fuente de financiamiento de mediano plazo o largo plazo y que representa una alternativa de financiación distinta al típico financiamiento bancario.

Para las sociedades emisoras, emitir obligaciones podría representar grandes beneficios como por ejemplo: (i) diversificar sus fuentes de financiamiento, (ii) abrir nuevos mercados financieros, (iii) ampliar la base de sus acreedores, en este caso internacionales, (iv) liberar sus líneas de financiamiento con bancos o instituciones financieras locales, (v)

(1) Para mayor referencia sobre emisión de deuda subordinada para los bancos y sus requisitos sugiero revisar el artículo 233 de la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros, así como el Reglamento de Deuda Subordinada aprobado por la Resolución SBS N° 4727-2009 de fecha 29 de mayo de 2009.

Emisión internacional de bonos para el financiamiento de proyectos

adoptar estándares internacionales de calidad; y,(vi) mejorar y homologar sus practicas de buen gobierno corporativo, entre otros muchos beneficios.

f) Uso de fondos

Como todo financiamiento, la cláusula o sección de uso de fondos suele tener especial importancia, y más aun tratándose de una emisión que tiene por objeto contribuir a la financiación de un determinado proyecto.

Los inversionistas y sus comités de crédito ponen particular interés en delimitar el uso de los fondos por parte de la sociedad emisora de las obligaciones pues el principal objeto es que el dinero producto de la emisión se use en el proyecto y no en financiar otras potenciales actividades de los *sponsors* o de alguna otra sociedad vinculada.

El objetivo es que el proyecto llegue a terminarse, que se complete y que no surjan dificultades o carencias de dinero a lo largo de la etapa constructiva o desvíos de fondos para actividades no previstas o presupuestadas por ejemplo.

Igualmente importante es definir con bastante claridad la frecuencia con la que el proyecto de financiará, es decir, como es evidente, no siempre se necesitará del 100% de los fondos a emitir en un solo momento sino que se irán requiriendo conforme la obra constructiva se vaya ejecutando (lo cual abre la posibilidad de hacer múltiples emisiones o series en el futuro) y se avance pues una preocupación real para la sociedad emisora es tratar de evitar en la manera de lo posible lo que se conoce como el *negative carry*, que no es otra cosa que el costo de mantener el financiamiento es superior a los ingresos obtenidos con lo que se financia.

g) Descripción del proyecto a financiar

Una sección igualmente relevante del *Offering Circular* será la descripción en detalle del proyecto que se plantea financiar mediante la emisión. En esta sección de incorporarán las variables financiero-económicas del proyecto, sus flujos y derechos futuros, los activos con que cuenta, las autorizaciones gubernamentales obtenidas, los permisos y los estudios de impacto ambiental, de mercado y otros que típicamente se incluyen en secciones como estas.

4. Marco legal aplicable a un bono internacional

En su gran mayoría (si no todas) las emisiones de obligaciones efectuadas por sociedades emisoras peruanas o sus vehículos o sucursales receptoras de los fondos, se han emitido conforme a las leyes del Estado de Nueva York, y siempre regulados de acuerdo a las reglas 144A/ Regulación S de la Ley del Mercado de Valores de los Estados Unidos de Norteamérica de 1933.

Se elige esa ley aplicable pues es la ley internacional unánimemente aceptada por los potenciales inversionistas e inversionistas de todas partes del mundo al ser una ley predecible y mayoritariamente utilizada en operaciones de financiamiento internacional.

Vale la pena mencionar que la emisión bajo la Regla 144A/ Regulación S significa que el bono a emitir solo se puede ofrecer a inversionistas institucionales (denominados en ingles *QIBs* o "*qualified institutional buyers*" en los Estados Unidos de Norteamérica mientras que la *Reg S* implica que otros inversionistas fuera de los Estados Unidos podrían participar de la emisión.

En buena cuenta, emisiones de este tipo no son emisiones efectuadas por ofertas públicas sino más bien colocadas mediante ofertas privadas dirigidas a inversionistas especializados profesionales y calificados. Lógicamente, la emisión se realiza íntegramente en idioma inglés.

4.1 Quiénes pueden acceder a un financiamiento internacional

En líneas generales, cualquier sociedad puede acceder al mercado internacional de valores. Sin embargo, dada la alta especialización del proceso se exige que por lo menos la potencial sociedad emisora cumpla, entre otros, por lo menos con lo siguiente:



Diego Peschiera Mifflin

- Excelente historial crediticio en el sistema financiero y bancario local;
- De preferencia ser o haber sido emisor de obligaciones de corto o mediano plazo en el mercado de valores local;
- Ser auditado por una sociedad auditora de prestigio internacional;
- Haber adoptado buenas prácticas de gobierno corporativo;
- Contar con solventes *sponsors* del proyecto con suficiente patrimonio y experiencia amplia y reconocida en el sector en donde se desarrollará el proyecto que se busca financiar; y
- Contar con clasificaciones de riesgo internacional de *Standard & Poors*, *Fitch* o *Moody's*.

4.2 Estructura básica de una operación de emisión de bono internacional



5. Documentos típicos utilizados en una emisión de bonos internacionales

Los siguientes documentos son los que usualmente se usan en los procesos de estructuración de una emisión internacional. Desde luego que dependiendo de la operación en particular y de los pormenores del proyecto o necesidades de los fondos, periodo de construcción, entre otros aspectos técnicos, se podrán agregar otros documentos o contratos.

5.1 *Engagement letter* o *mandate letter*

Este documento es normalmente el primer contrato que los patrocinadores o *sponsors* del proyecto necesitarán suscribir con el banco o conjunto de bancos estructuradores.

Constituye el mandato mediante el cual se nombra y se le asignan diversas tareas al estructurador, se señala el plazo de los servicios, los acuerdos de confidencialidad y uso de información, y las obligaciones de indemnización usuales entre las partes.

Igualmente, en este documento se pactan normalmente las comisiones o *fees* por los servicios que se presten.

Normalmente el pago de las comisiones se calculan en función al monto de la emisión y la tasa de interés conseguida en el mercado, la cual está íntimamente ligada con una buena prestación de servicios, es decir, si se consigue menor tasa de interés y por tanto la sociedad emisora emite más obligaciones, entonces la comisión correspondiente al banco estructurador será mayor. Hay, en consecuencia, un claro incentivo para lograr una mayor comisión por servicios si las condiciones financieras (tasa, plazo y monto) de la emisión, son mejores para la sociedad emisora.

5.2 *Term sheet* o *Description of the Notes* (“*DON*”)

En general en cualquier operación de financiamiento elaborar un *term sheet* o resumen de términos y condiciones resulta algo elemental.

El propósito de un *term sheet* es regular y precisar desde el punto de vista comercial o de negocios, los acuerdos generales de la futura emisión, como por ejemplo, el plazo, el tipo de emisión, las obligaciones de hacer o no hacer, restricciones, prohibiciones, las garantías con que se contará, el nombre de las partes involucradas, si habrá mejorador o no, el uso de los fondos, descripción del proyecto, la ley y jurisdicción aplicable, eventos de incumplimientos, periodos de cura o de subsanación de incumplimientos, entre otros factores.

Es importante mencionar que un *term sheet* no constituye *per se* un documento legal, es más bien un documento comercial. Muchas veces la negociación de un *term sheet* puede tomar bastante tiempo y termina siendo un documento extenso, detallado y complejo en el que solo le falta la firma de las partes para que sea considerado un contrato. No es

Emisión internacional de bonos para el financiamiento de proyectos

deseable que la etapa de negociación de un *term sheet* sea muy larga pues se desnaturaliza muchas veces su propósito netamente comercial.

Es preferible tener un *term sheet* que contenga las condiciones elementales o mínimas de la operación y luego los detalles se negociarán cuando se tengan los documentos de la transacción que sí contendrán en detalle la redacción legal adecuada para cada punto.

Por otro lado, el DON es una sección muy importante que forma parte del *Offering Circular* y que contiene la descripción de la emisión en sí misma.

El DON contiene por ejemplo lo siguiente, entre otros:

- a. La descripción general del bono a emitir;
- b. El detalle del uso de los fondos;
- c. El *seniority* o preferencia del bono frente a otras obligaciones de la sociedad emisora;
- d. Como se propone pagar el monto del principal y los intereses del bono;
- e. Los periodos de intereses aplicables;
- f. Con que garantía cuenta el bono;
- g. La prioridad y la cascada de los pagos del bono y quién será el agente de pago;
- h. La descripción de si hay o no algunos eventos especiales de recate o amortización anticipada;
- i. Los derechos de voto de los bonistas o inversionistas;
- j. La referencia a los eventos de incumplimiento;
- k. La mecánica de modificación de otros documentos de la transacción; y
- l. Forma del bono, valor nominal, y si se registrará en forma física o en un registro especializado y desmaterializado (como por ejemplo DTC - *The Depository Trust Company* que es un *clearing house* y miembro del *Federal Reserve System* de los Estados Unidos).

5.3 *Offering Circular*

El *Offering Circular* u *Offering Memorandum* no es otra cosa que el Prospecto de la emisión de la obligación. Es lo que se conoce en el mercado de capitales local como el Prospecto Marco de Emisión.

Este documento es quizás la pieza clave dentro del engranaje de una emisión internacional. Es el documento que los

inversionistas analizan y leen principalmente y el que contiene toda la información sobre la sociedad emisora, sobre el proyecto a financiar, sobre los factores de riesgo, sobre los estados financieros de la sociedad emisora, sobre el país y los riesgos políticos conexos, sobre los patrocinadores o *sponsors* y en general sobre todo lo que un potencial inversionista necesita saber para tomar una decisión de inversión informada.

Posiblemente este documento es en el que las partes intervinientes invierten mayor tiempo ya que la información que contiene es muy variada y requiere de mucho detalle y precisión pues tiene que ser un documento que motive e incentive hasta cierta forma al inversionista. No es un documento de marketing o elemento de promoción de la sociedad emisora o del proyecto y debe en lo posible evitarse que sea visto por los inversionistas como tal.

Suele ser un documento voluminoso y se imprimen típicamente en dos oportunidades:

- a) La primera de ellas con ocasión del *roadshow* (visitas internacionales a potenciales inversionistas) y el *pricing* (día en que se “coloca” el bono, es decir, se reciben las ofertas y los compromisos de compra del bono a emitir y se establece el monto final, el plazo y la tasa de interés que la sociedad emisora deberá pagar durante la vida del bono). Esta primera impresión del *Offering Circular* se llama *red* pues es un documento preliminar que contiene referencias en rojo en la primera página que indican que se trata de un documento sujeto a eventuales cambios fruto del proceso de *pricing*; y,
- b) la segunda impresión del *Offering Circular* se da luego del *pricing* o colocación y se suele llamar *black* pues ya está impreso en tinta negra y por tanto se trata de un documento final ya confirmado y final y en donde ya se han incorporado los datos y



Diego Peschiera Mifflin

condiciones del *pricing*, es decir, el monto del bono emitido, el plazo aceptado por los inversionistas y la tasa de interés que la sociedad emisora pagará durante la vida del bono emitido.

5.4 *Purchase Agreement*

El *Purchase Agreement* es importante pues se trata del contrato de compra de los bonos entre los primeros inversionistas que suelen ser los mismos bancos estructuradores y luego éstos se encargan de distribuir o participar su interés en el bono a otros inversionistas institucionales.

Como todo contrato regulado por la ley del Estado de Nueva York, el documento contiene provisiones y representaciones que les dan a los compradores iniciales (comúnmente llamados en el documento como *Initial Purchasers*), el confort necesario para cerrar la operación.

5.5 *Indenture e Indenture Supplement*

Haciendo un símil con una operación de emisión de bonos local, el *Indenture* viene a ser el contrato marco de emisión, es decir, el documento que contiene los aspectos generales de la emisión y sus condiciones.

Para cada emisión de una serie se tendrá un suplemento o contrato complementario en el que se precise las características de esa serie en particular. Este contrato se denomina entonces *Indenture Supplement*.

5.6 *Comfort letters y negative assurance letters*

De acuerdo con la regulación internacional aplicable a la emisión, los auditores de la sociedad emisora, y sus abogados deben emitir lo que se denomina *comfort letters*, *negative assurance letters* o *10b-5 letter opinions*. Lo que tienen en común esas cartas y opiniones es que versan y se pronuncian sobre el proceso mismo de estructuración, el *due diligence* llevado a cabo y sobre los estados financieros en el caso de los *comfort letters* emitidos por los auditores externos de la sociedad emisora.

La principal razón de su existencia, además de ser una exigencia legal de las normas que regula el mercado de valores de los Estados Unidos de Norteamérica, es dar confort a los inversionistas y potenciales bonistas de que el proceso de estructuración ha sido llevado a cabo siguiendo los standards adecuados y que no hay aspectos que pudiesen ser interpretados

como engañosos, falsos o incorrectos que pudieran afectar de manera directa a los inversionistas y potenciales bonistas.

Igualmente, se certifica la participación de auditores y abogados en reuniones y llamadas en conferencia en donde se haya discutido todos los aspectos relacionados con la emisión y los documentos de la transacción.

Evidentemente los auditores externos y los abogados que emiten este tipo de cartas y opiniones suelen ser muy rigurosos en sus propios procesos de *due diligence* y auditorías pues están asumiendo responsabilidad profesional si alguna información se demuestra luego que era falsa, incorrecta o engañosa.

5.7 *Opiniones legales*

Como parte de las condiciones precedentes para el cierre de los documentos de la emisión y por cierto para la emisión misma, los abogados que participan en el proceso deben emitir las correspondientes opiniones legales en las que se declare y certifique, entre otros, lo siguiente:

- a. Que la sociedad emisora existe y se encuentra autorizada para suscribir los documentos de la transacción;
- b. que los documentos de la transacción no contravienen el Estatuto, las leyes aplicables o las disposiciones contractuales de las que la sociedad emisora es parte;
- c. que los documentos de garantía se encuentran debidamente constituidos y son válidos y exigibles;
- d. que los documentos constituyen obligaciones directas y no subordinadas de la sociedad emisora;
- e. que todos los permisos y autorizaciones gubernamentales se han obtenido y se mantienen vigentes para llevar a cabo el proyecto;
- f. que no hay impacto tributario más allá del conocido por las partes en la operación; y,

- g. que una sentencia sobre la ley extranjera aplicable al *Indenture* y al *Offering Circular* puede ser reconocida en el Perú si se siguen los procedimientos establecidos para ello en el Código Civil.

6. Partes intervinientes en el proceso de estructuración y colocación de bonos en el mercado internacional.

a) Empresa Estructuradora

Como ya hemos anticipado y explicado, la sociedad emisora debe contratar necesariamente los servicios de uno o mas bancos estructuradores, denominados también *arrangers* o *underwriters*.

El rol de esta entidad es bien importante pues el éxito de la colocación depende de su habilidad y experiencia para “vender” la emisión entre inversionistas de muchas partes del mundo que no conocen necesariamente el proyecto o incluso podría resultar ser la primera operación que hacen en el Perú.

De ahí que la elección de la entidad estructuradora sea un primer paso muy importante y normalmente el proceso de selección es bien reñido ya que si se trata de un proyecto a financiar de envergadura, posiblemente cuatro o cinco entidades financieras internacionales estarán dispuestas a ofrecer sus servicios.

En el caso que se elijan a dos entidades financieras internacionales, es frecuente que entre ambas se distribuyan el trabajo de tal manera que una de ellas se encargue del proceso de estructuración propiamente y la otra se ocupe más del *marketing*, *sindicación*, *roadshow* y finalmente colocación de la emisión.

b) Sociedad Emisora

En un financiamiento de proyectos, la sociedad proyecto es una entidad con responsabilidad limitada (usualmente una sociedad anónima) creada especialmente para los fines de desarrollar el proyecto y su consiguiente financiación y cuyo único objeto social es llevar a cabo el proyecto, es decir, no puede ocuparse de otros negocios o actividades ajenas o no vinculadas íntimamente con el proyecto.

La razón principal para exigir que se trate de una sociedad nueva o un vehículo de propósito especial, es tener la certeza de que no estará contaminada por pasivos de cualquier clase que pudiesen poner en riesgo la solvencia de la sociedad. Por otro lado, la idea central es crearle a dicha sociedad solo el endeudamiento necesario para desarrollar o construir el proyecto y controlar así su exposición crediticia.

c) Clasificadoras de riesgo

No puede haber una emisión de obligaciones sin el concurso de las clasificadoras de riesgo. El rol de las clasificadoras en poner una “nota” o *rating* a la sociedad emisora o al bono o título a emitir, lo que corresponda.

Evidentemente mientras mejor sea el *rating*, menor el riesgo de incobrabilidad del bono y por tanto menor la tasa de interés que la sociedad emisora debe pagar a los inversionistas. De esta manera, existe una relación directa entre el *rating* y el precio (interés) a pagar por el bono.

Las agencias internacionales de rating mas conocidas y las que controlan el mercado internacional de deuda son *Standard & Poor's*, *Moody's* y *Fitch*, y son normalmente contratadas por la sociedad emisora desde el inicio del proceso y es importante que así lo sea ya que deben correr un minucioso proceso de revisión completo de la sociedad y del proyecto a fin de publicar con alguna anticipación el *rating* preliminar con la finalidad de hacer una preventa (*pre-sale*), es decir, un ofrecimiento inicial del bono entre algunos inversionistas con la intención de hacer una lectura del mercado y establecer mas claramente si hay o no un apetito por el bono.

Es bastante usual (y recomendable siempre para primeros emisores en el mercado) que



Diego Peschiera Mifflin

se contrate los servicios de otra clasificadora de riesgo y que realice lo que se denomina un *shadow rating* que no es otra cosa que un *rating* privado de tal manera que la sociedad emisora sabe de antemano si su “nota” es satisfactoria con miras a una emisión o no. Si la nota no es satisfactoria entonces seguidamente la sociedad emisora requerirá los servicios de un *enhancer* o mejorador de tal forma que con su participación puede lograr el *rating* esperado.

Importante hacer notar que las clasificaciones de riesgo tienen distinta nomenclatura (*notchs*) entre cada sociedad clasificadora y por esa razón presentamos un breve resumen de las distintas clasificaciones⁽²⁾:

c.1 *Moody's Investor Service (Moody's)*

Esta agencia de *rating* califica las emisiones de deuda tomando en cuenta su plazo, diferenciando entre deuda de corto plazo (vencimiento menor a un año) y deuda de largo plazo (vencimiento a un año o mayor), de acuerdo con lo siguiente:

Corto Plazo

- P-1 o Prime-1: Capacidad superior de reembolsar las obligaciones de deuda de corto plazo.
- P-2 o Prime-2: Capacidad sólida de reembolsar las obligaciones de deuda.
- P-3 o Prime-3: Capacidad aceptable de reembolsar las obligaciones de deuda a corto plazo.
- N-P o *Not Prime*: No se encuentran en ninguna de las categorías de calificación anteriores.

Largo Plazo

Grado de Inversión

- Aaa: Máxima calidad, con mínimo riesgo crediticio.
- Aa1, Aa2, Aa3: Alto grado, sujeto a riesgo crediticio muy bajo. De Aa1 bajando hasta Aa3.
- A1, A2, A3: Grado medio-alto, sujeto a riesgo crediticio bajo.

- Baa1, Baa2, Baa3: Grado medio y sujeto a riesgo crediticio moderado.

Grado Especulativo

- Ba1, Ba2, Ba3: Contiene elementos especulativos y está sujeto a riesgo crediticio sustancial.
- B1, B2, B3: Carece de las características de una inversión deseable y está sujeto a un riesgo crediticio alto.
- Caa1, Caa2, Caa3: De poca calidad y sujetos a un riesgo crediticio muy alto.
- Ca: Altamente especulativo, con antecedentes que pueden prever de incumplimiento de compromisos, o está cerca de incumplir pero con una cierta perspectiva de recuperación de amortizaciones ó intereses.
- C: Calificación más baja. Muy poca calidad, antecedentes que indican muy alta probabilidad de incumplimiento con pocas perspectivas de recuperación de amortizaciones o intereses.

c. 2 *Standard & Poor's (S&P)*

Standard & Poor's califica las emisiones dependiendo del plazo de su emisión. Los estándares utilizados para establecer la solvencia y estabilidad son:

Operaciones a largo plazo

Inversiones estables

- AAA: La más alta calificación de una compañía, fiable y estable.
- AA: Compañías de gran calidad, muy estables y de bajo riesgo.
- A: Compañías a las que la situación económica puede afectar a la financiación.

(2) Para mayor detalle ingresar a: http://www.moodys.com.mx/mexico/pdf/SP4619_Rating_System_Brief_Spanish.pdf y <http://www.fitchratings.com/corporate/fitchResources.cfm?detail=1>

Emisión internacional de bonos para el financiamiento de proyectos

- d. BBB: Compañías de nivel medio que se encuentran en buena situación en el momento de ser calificadas.

Inversiones de riesgo o especulativas

- a. BB: Muy propensas a los cambios económicos
- b. B: La situación financiera sufre variaciones notables.
- c. CCC: Vulnerable en el momento y muy dependiente de la situación económica
- d. CC: Muy vulnerable, alto nivel especulativo.
- e. C: extremadamente vulnerable con riesgo de impagos

Operaciones a corto plazo

- a. A-1: El obligado tiene plena capacidad para responder del débito.
- b. A-2: El obligado tiene capacidad para responder del débito aunque el bono es susceptible de variar frente a situaciones económicas adversas.
- c. A-3: Las situaciones económicas adversas pueden condicionar la capacidad de respuesta del obligado.
- d. B: Importante nivel especulativo.
- e. C: Muy especulativo y de dudosa capacidad de respuesta del obligado.
- f. D: De imposible cobro.

En todos los casos, el símbolo [+] tras la calificación (hasta un máximo de tres símbolos, por ejemplo BBB++), sirve para evaluar las situaciones intermedias, entendiéndose que a más símbolo positivos, más cerca se encuentra del nivel superior siguiente.

c.3 Fitch Ratings, Inc. (Fitch)

A continuación el detalle de los principales ratings de Fitch:

Emisiones a Corto Plazo

- a. F1: Máxima seguridad de pago. Puede llevar un (+) para indicar una gran solvencia.
- b. F2: Seguridad muy alta y riesgo de impago muy bajo.
- c. F3: Seguridad alta, aunque ante eventos desfavorables podría tener dificultades.
- d. B: Capacidad muy justa para hacer frente a sus obligaciones y hay que vigilar a su evolución, ya que podría tener problemas.
- e. C: Las posibilidades de impagos son altas.

- f. D: Emisores o emisiones con impagos.

Emisiones a Largo Plazo

- a. AAA: Máxima seguridad.
- b. AA: Seguridad muy alta.
- c. A: Gran capacidad de solvencia y bajo riesgo de crédito.
- d. BBB: Alta solvencia, aunque es más sensible a cambios adversos en la coyuntura económica.
- e. BB: Solvencia garantizada, aunque existen ciertos riesgos de impago.
- f. B: La solvencia del emisor es muy justa, una deuda que puede llegar a incurrir en impagos.
- g. CCC: Las probabilidades de impago es alta.
- h. CC: Las probabilidades de impago es muy alta.
- i. C: El impago de intereses o del principal es inminente.
- j. RD: El emisor ha dejado de pagar alguno de los pagos vencidos, pero no de todas sus emisiones de deuda.
- k. D: Deuda con impagos de intereses y principal.

d) Inversionistas

Los inversionistas son la razón de ser de la emisión, son los tomadores del riesgo y los que financian a la sociedad emisora.

Evidentemente dependerá del proyecto a financiar para determinar el volumen o calidad de inversionistas a abordar. Por ejemplo, como hemos ya mencionado, si el proyecto esta orientado a un sector económico determinado como un proyecto de construcción de una nueva central hidroeléctrica o la construcción de una carretera, existen para ello inversionistas que tienen predilección o están concentrados o enfocados en proyectos específicos dependiendo el plazo de la emisión, calidad crediticia del proyecto y la sociedad emisora, entre otros factores relevantes.



Diego Peschiera Mifflin

Dentro del universo de inversionistas, están por cierto los fondos de inversión especializados, los institucionales y también las personas naturales. Lo cierto es que para financiar proyectos de infraestructura u otros proyectos de envergadura, los principales inversionistas suelen ser en gran medida los institucionales.

La estrategia comercial del estructurador llevada de la mano con la sociedad emisora con la finalidad de vender la emisión es fundamental. El éxito de la colocación se basa en gran medida en la etapa de preventa del bono, en las relaciones y las visitas que se llevan a cabo en las oficinas principales de los potenciales inversionistas y muchas veces se logra obtener un compromiso verbal de participación en la emisión. Este proceso se denomina comúnmente *book building* y resulta de mucha relevancia para determinar el apetito por la emisión.

Claro está que nadie puede asegurar la participación de estos inversionistas hasta el día mismo del *pricing* o colocación y por tanto siempre existirá incertidumbre sobre el éxito o no de una determinada colocación hasta ese mismo día.

e) Agente o *trustee*

Hay un principio muy importante en todo financiamiento que no es bilateral, es decir, cuando existe más de una contraparte o como en este caso, múltiples contrapartes o inversionistas, y es que los bonistas o tenedores de bonos no pueden estar subordinados entre ellos nunca.

Esto quiere decir que los documentos de la transacción o emisión deben recoger y garantizar que no exista forma de subordinación alguna entre inversionistas de tal manera que no exista el riesgo de que algún bonista cobre el capital e intereses invertidos y otros no.

Al igual que para un financiamiento sindicado existe la figura del agente administrativo que es quien centraliza y recibe los pagos del deudor para luego distribuirlos por igual (*pari passu*) a sus acreedores; en una emisión de bonos, existe la figura del agente o *trustee* quien tendrá el muy importante rol de *representante de los obligacionistas* para utilizar la categoría de una emisión de bonos local.

Entre otras múltiples funciones que tiene o podría tener el *trustee*, está la de pagar y servir de interlocutor

entre los inversionistas y la sociedad emisora y de esta forma garantizar que el principio de no subordinación se cumpla siempre.

Igualmente, en caso por ejemplo la emisión cuente con garantías específicas, el *trustee* será el beneficiario a favor del cual se constituyan las garantías pues como es muy evidente resulta impráctico pretender constituir garantías a favor de cada uno de los inversionistas teniendo en cuenta además que éstos por naturaleza cambian permanentemente sus tenencias e inversiones, es decir, existe un mercado secundario relativamente líquido y por tanto es imposible registrar las garantías bajo titularidad de cada participante. Esa es una función clara del Agente.

f) *Enhancers* o mejoradores

En muchas emisiones internacionales la sociedad emisora opta por contratar los servicios de un mejorador o *enhancer*. La función principal del mejorador es ayudar a incrementar la calidad crediticia del bono y de la sociedad emisora y por tanto ayuda muchísimo en la calificación final de riesgo que se otorgue.

En el mercado hay muy diversos tipos de mejoradores e incluso algunas entidades multilaterales tienen elaborados productos especiales “enlatados” que buscan el mismo objetivo.

Así, por ejemplo, la Corporación Andina de Fomento (CAF) tiene un producto de “garantía parcial” de crédito que ha sido utilizado en el mercado local en algunas emisiones de obligaciones y con mucho éxito desde la perspectiva de la mejora en la clasificación de riesgo del título o bono a emitirse lo que redundaría directamente en una menor tasa de interés pagadera por la sociedad emisora a los inversionistas.

Emisión internacional de bonos para el financiamiento de proyectos

Por otro lado, también existen otros tipos de mejoradores profesionales que son más del tipo de sociedades aseguradoras, como es el caso de las hoy venidas a menos -como consecuencia de la crisis financiera mundial- AMBAC y MBIA.

En muchos aspectos, los garantes de una emisión también son considerados mejoradores, así que no es inusual tener a los propios *sponsors* o patrocinadores de los proyectos o alguna sociedad vinculada económicamente a ellos, participar como mejoradores de una determinada emisión internacional.

g) *Underwriters* e *Initial Purchasers*

Estos son participantes clave en una emisión internacional. En el caso de los compradores iniciales de una emisión (*Initial Purchasers*) su rol principal es servir de compradores fundacionales de la emisión para luego recolocar sus participaciones entre otros inversionistas institucionales. Lo común es que los bancos estructuradores (en caso sea más de uno) tengan a su vez el rol de compradores iniciales.

Sin embargo, en principio no existe obligación de comprar ningún bono salvo que la sociedad emisora haya celebrado un *underwriting* con el (o los) bancos estructuradores.

Por cierto que hay diversos tipos de *underwriting* siendo los más comunes en nuestro mercado el *underwriting* de *best efforts* y el *firm underwriting*. Estos últimos son sin duda los más costosos pues implican la obligación del banco que otorga el *underwriting* de suscribir o comprar parcial o totalmente la emisión -asegurándose la sociedad emisora el éxito de la colocación- mientras que con un esquema de *best efforts* los banqueros harán su mejor esfuerzo en lograr una colocación exitosa (lo cual presumo deben cumplir siempre ya que su remuneración está normalmente vinculada con el monto de la emisión finalmente colocado en el mercado) pero no se comprometen a adquirirla o desembolsar dinero alguno.

7. Financiamiento de proyectos y su financiamiento vía emisión de obligaciones en el mercado internacional

7.1 Noción General

Dada la importante brecha de infraestructura existente en el país, resulta de vital importancia prestar mucha atención a la

forma en que se pueden financiar los proyectos que conduzcan a reducir dicha brecha.

Como sabemos, se puede estructurar un financiamiento de proyectos a partir de contratos préstamos bancarios ordinarios o préstamos sindicados o a través del mercado de capitales local o internacional. En este caso nos centraremos solo en la forma de hacerlo vía una emisión internacional de bonos.

7.2 Características básicas generales de un *project finance* o financiamiento de proyectos

El financiamiento de proyectos tiene (independientemente de la modalidad de su financiamiento), normalmente, las siguientes principales características:

- a) El proyecto se desarrolla y ejecuta a partir de la constitución de una sociedad de propósito especial o exclusivo (SPE) a la que normalmente se la denomina el "*project company*" o sociedad proyecto. Esta sociedad proyecto será quien intervenga como deudora o emisora de los bonos y obligaciones.
- b) Los principales activos de esta SPE son los contratos de concesión, licencia u otros del mismo tipo así como los flujos de dinero que produzca o genere el proyecto y los contratos de concesión y construcción respectivos (denominados Contratos EPC- por sus siglas en inglés- *engineering, procurement and construction contract*). Por otro lado, tratándose de una sociedad recién constituida no existen pasivos o contingencias de tipo laboral o tributario lo que hace más sencillo el proceso de Due Diligence que normalmente los acreedores llevan a cabo por exigencias de sus comités de crédito y riesgos.
- c) Los acreedores basan su decisión crediticia en el flujo de caja proyectado de la SPE en



Diego Peschiera Mifflin

lugar del valor de sus activos o los resultados económicos históricos a diferencia de un financiamiento tradicional. Esto resulta fundamental pues es básico que la SPE (o en nuestro caso, la sociedad emisora del bono), pueda “autofinanciarse”, es decir, los acreedores mirarán y analizarán principalmente las fuentes de ingresos directos de la sociedad emisora sin requerir flujos de dinero de fuentes terceras o de los sponsors. Si ello fuera así entonces estaríamos más bien frente a un financiamiento corporativo ordinario.

- d) En los casos en que se requieran de garantías para los acreedores (a diferencia de cuando se financia a una sociedad que si bien es nueva en su constitución, tiene ingresos derivados de un contrato de concesión suscrito con el Estado que le garantiza ciertos ingresos mínimos y que posiblemente no hagan estrictamente necesario otorgar garantías reales sobre los activos), éstas serán los contratos de concesión, licencias o propiedad sobre ciertos derechos de la SPE y las acciones o participaciones sociales de la SPE. Dichos contratos se denominan *Project Agreements*.

En cualquier caso en que se otorguen garantías, éstas se otorgarán a favor del Agente quien las recibe para beneficio de todos los acreedores a fin de que compartan los mismos activos como garantías *pari passu*.

- e) Los patrocinadores o *sponsors*, normalmente los accionistas o socios de la SPE o sociedad emisora, prestan su garantía en forma limitada a través de garantías corporativas o los denominados *sponsor support agreement*.

Estas garantías corporativas normalmente cubren lo que se denomina el *completion risk* o riesgo de falta de terminación del proyecto. Este riesgo es posiblemente el más importante desde el punto de vista acreedor pues si el proyecto no llega a terminarse indudablemente no se generarán los flujos esperados o proyectados ocasionando un incumplimiento inmediato del financiamiento. Por tal razón, la forma de mitigación de ese riesgo constituye pieza clave durante el proceso de estructuración del financiamiento.

Por otro lado un *sponsor support agreement* típicamente regula la posibilidad de nuevos aportes de capital en la

sociedad emisora en los casos en que se requiera para los fines de terminación del proyecto o para nivelar el ratio de deuda/capital que los bancos estructuradores hayan previsto cuando analizaron el modelo económico-financiero del proyecto.

- f) Normalmente los proyectos se financian con altos niveles de deuda.

En los casos en que se trate de financiamiento de proyectos en los que el Estado es quien promueve la inversión privada, o se trata de financiamientos de proyectos de infraestructura de cualquier tipo –y por tanto se suscriben contratos de concesión- lo tradicional es que se suscriban los siguientes tipos de contratos de concesión, los mismos que, de acuerdo con nuestra legislación son considerados bienes inmuebles y por tanto susceptibles de ser hipotecados.

Estos son:

- a) Contratos BOOT (por sus siglas en inglés *build-own-operate-transfer*). A través de este contrato la SPE o sociedad emisora construye y desarrolla el proyecto, es de su propiedad, lo opera y al cabo de unos años (normalmente plazos muy largos, 30 años o más) transfiere el proyecto y su propiedad al Estado, y
- b) Contratos BOT (por sus siglas en inglés *build-operate-transfer*). A diferencia del caso anterior, la SPE nunca es propietaria de los activos que construye, solo se limita a recibir alguna renta en función a la operación del proyecto por parte del Estado.

En el Perú existen muchas experiencias en relación con financiamiento de proyectos con el respaldo de una hipoteca sobre un Contrato BOOT⁽³⁾. Estas hipotecas se inscriben en el

(3) Entre otros: (i) el Proyecto del gas de Camisea; (ii) el proyecto de distribución del gas en Lima y Callao; y, (iii) diversas líneas de transmisión de energía eléctrica.

Emisión internacional de bonos para el financiamiento de proyectos

Registro de Concesiones de Servicio Público de los Registros Públicos respectivos.

Dado que ya existe en el Perú experiencia sobre el financiamiento de proyectos, cada vez son mejor redactados los contratos BOOT que sirven de garantía para respaldar cualquier modalidad de financiamiento e incluso ya cuentan con cláusulas estándares como por ejemplo la que contiene la definición de *acreedor garantizado* o *acreedor permitido*.

Dicha cláusula por ejemplo, es muy importante que se encuentre adecuadamente definida y que incluya a diversos tipos de acreedores que potencialmente podrían financiar un proyecto.

Así, sugiero la siguiente redacción para una cláusula de *Acreedor Permitido* en un contrato de concesión:

Acreedor Permitido:

Acreedor Permitido será:

- (i) cualquier institución multilateral de crédito de la cual el Estado de la República del Perú sea miembro;
- (ii) cualquier institución o cualquier agencia gubernamental de cualquier país con el cual el Estado de la República del Perú mantenga relaciones diplomáticas;
- (iii) cualquier institución bancaria o financiera aprobada por el Estado de la República del Perú y designada como Banco extranjero de Primera Categoría en la Circular No. 027-2007-BCRP, publicada en el Diario Oficial El Peruano el 14 de diciembre de 2007, emitida por el Banco Central de Reserva del Perú, o cualquier otra circular que la modifique, amplíe o que la sustituya;
- (iv) cualquier institución bancaria, de seguros o financiera internacional que tenga una clasificación de riesgo no menor a "BBB" internacional o que tengan una calificación de riesgo equivalente a "A" local en su respectiva jurisdicción de constitución o donde mantiene su principal actividad comercial;
- (v) cualquier institución bancaria o financiera nacional con una clasificación de riesgo no menor a "A" local;
- (vi) todos los inversionistas institucionales así considerados por las normas legales vigentes, bancos, entidades financieras, compañías de seguros o fondos de inversión nacionales y extranjeros que: (a) adquieran directa o indirectamente; (b) sean titulares; o, (c) sean

- tenedores, de cualquier tipo de valor mobiliario, participación o título de deuda emitido directa o indirectamente por el Concesionario, por un fideicomiso o trust local o internacional o por alguna sociedad de propósito especial local o extranjera creada para dicho fin;
- (vii) cualquier patrimonio fideicometido bancario, fiduciario, patrimonio fideicometido de titulización o sociedad tituladora constituida en el Perú o en el extranjero;
 - (viii) cualquier persona natural o jurídica que adquiera directa o indirectamente cualquier tipo de valor mobiliario, participación o título de deuda emitido directa o indirectamente por el Concesionario, por un fideicomiso o trust local o internacional o por alguna sociedad de propósito especial local o extranjera creada para dicho fin mediante oferta pública o privada local o internacional;
 - (ix) cualquier representante de obligacionistas, agente, agente administrativo o de garantías, banco custodio o de registro, agente fideicomisario o trustee que actúe en representación de titulares de valores mobiliarios o títulos de deuda emitidos directa o indirectamente por el Concesionario, por un fideicomiso o *trust* local o internacional o por alguna sociedad de propósito especial local o extranjera creada para dicho fin, o
 - (x) cualquier entidad bancaria, de seguros o financiera local o internacional que ejerza las funciones de agente administrativo en operaciones de créditos sindicados y que actúe en nombre y beneficio de otros acreedores sin que sea necesario que éstos cumplan a su vez con alguno de los requisitos indicados en los numerales anteriores.

Para los fines de esta definición, las sociedades de propósito especial que se constituyan como parte del proceso de estructuración financiera, podrán ser controladas por los



Diego Peschiera Mifflin

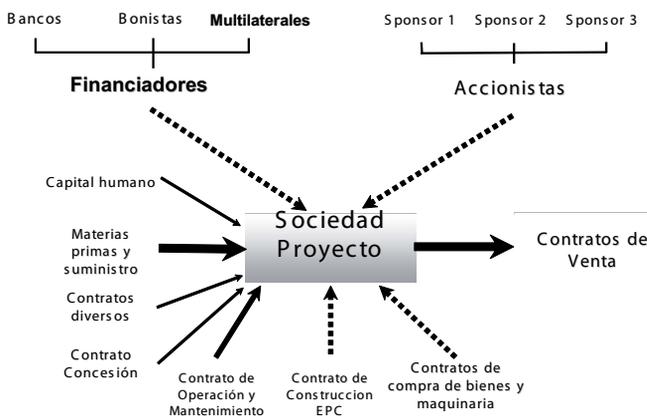
accionistas o sociedades vinculadas directa o indirectamente al Concesionario.

Como se puede apreciar, esta definición es amplia e incluye a diversas entidades que puedan tener o asumir el rol de acreedor para los fines de la estructuración financiera de un proyecto, entre ellos, claramente un agente, inversionista institucional o representante de obligacionistas.

La negociación y redacción de esta cláusula es de vital importancia y por esa razón se sugiere y recomienda que se lleve a cabo durante el proceso de otorgamiento de la buena pro de la concesión misma pues si no se logra en esa etapa resultará muy engorroso y largo el proceso de modificación del contrato de concesión ya suscrito con la limitación de que según la regulación aplicable⁽⁴⁾, los contratos de concesión no se pueden modificar dentro de los tres (3) primeros años de suscrito el contrato, salvo que sea a solicitud de acreedores debido a temas de bancabilidad (como sería este caso) pero es recomendable evitar ello a todas luces.

8. Estructura básica de un financiamiento de proyecto

Sobre la base de lo explicado anteriormente, una estructura estándar y básica de un financiamiento de proyecto suele ser estructurado de la siguiente forma:



(4) Los contratos de concesión no pueden ser modificados antes de los tres (3) años de su firma, salvo en los casos en que lo soliciten “los acreedores permitidos vinculados a la etapa de cierre financiero del contrato”, tal como lo señala textualmente el artículo 9 del Decreto Supremo 146-2008-EF (Reglamento del Decreto Legislativo 1012).

9. Bancabilidad del contrato de construcción (el “EPC”)

En la estructuración de un financiamiento de proyecto resulta muy importante que el acreedor adecue el contrato de construcción o EPC a fin de prever que los derechos que la sociedad emisora tenga sobre dicho contrato puedan ser cedidos o dispuestos a favor de los acreedores (en este caso bonistas o inversionistas representados por un Agente).

Por esta razón, el análisis de bancabilidad de este contrato como parte del proceso de estructuración del bono internacional (que tenga como objetivo de uso de fondos financiar la construcción de un proyecto), es determinante principalmente por los dos siguientes aspectos fundamentales:

- a) el acreedor o inversionista debe tener acceso a cualquier derecho económico que la sociedad emisora tenga en virtud del contrato, ya sea por ejemplo a la ejecución y/o cobro de las garantías (usualmente cartas fianzas bancarias) por incumplimientos del contratista de tal manera que cualquier perjuicio o demora en el cumplimiento de ese contrato el dinero que provenga de esas ejecuciones o de eventuales indemnizaciones puedan ser cedidas al Agente para beneficio de los inversionistas que financien el proyecto; y
- b) la sociedad emisora tenga responsabilidad económica limitada u obligaciones pecuniarias frente al contratista acotado y bien determinado, de tal manera que no exista un riesgo grande de “sobrecosto” del

Emisión internacional de bonos para el financiamiento de proyectos

proyecto. Para mitigar ese eventual riesgo se sugieren que los contratos de construcción o EPCs de este tipo sean contratados bajo la modalidad de "suma alzada" a fin de limitar la exposición a este tipo de riesgos económicos que la sociedad emisora pueda tener y que pudiesen afectar a los inversionistas sino no hay una adecuada asignación de riesgos.

Queda claro que mientras mas predecible sea el presupuesto y mas acotada la exposición a incrementarlo a lo largo de la etapa constructiva del proyecto, menor riesgo habrá para el inversionista y por tanto mas seguridad para el repago del financiamiento. Lo que mas quiere evidentemente un inversionista es que el proyecto financiado (i) se termine en el plazo previsto y pueda entrar en operación comercial en las fechas previstas (ii) no existan sobrecostos relevantes o materiales en la etapa constructiva⁽⁵⁾.

Si el banco estructurador no se asegura que los puntos antes señalados estén adecuadamente previstos en el respectivo contrato de construcción, entonces se corre el riesgo de que la emisión internacional no sea vendible y por tanto no se puede garantizar el éxito de una colocación en esas circunstancias.

Por esas razones resulta sumamente importante la participación activa del banco estructurador fin de asegurarse un contrato de construcción que sea bancable y aceptable por inversionistas que pretendan o deseen financiar un proyecto ya sea que se trate de un proyecto *greenfield* o *brownfield*⁽⁶⁾.

10. Financiamiento bancario versus mercado de valores

Cuando se decide buscar financiar un determinado proyecto siempre se está ante la disyuntiva de hacerlo a través

del mercado bancario o dar el paso al mercado de capitales (local o eventualmente internacional).

Diversas son las razones financieras, regulatorias y legales por las cuales las empresas pueden elegir entre obtener financiamiento bancario o acceder al mercado de capitales.

Dependerá mucho de la fortaleza del proyecto, de si se trata de un *greenfield* puro o un *brownfield*, de si tienen algún tipo de garantía de flujos asegurados o garantizados por el Estado, de la calidad de sus patrocinadores o *sponsors* y su experiencia en el sector, de los plazos que se busca financiar según el modelo económico financiero del proyecto, del tipo de *covenants* que la sociedad emisora quisiera, entre otras razones.

Por otro lado, queda claro que no cualquier sociedad peruana que tenga un proyecto para financiar puede pretender acceder al mercado internacional. Este mercado esta reservado para sociedades y patrocinadores con experiencia en el producto dado que se trata de estructuraciones sofisticadas.

No obstante, existen diversas y buenas razones para optar por el mercado internacional de valores cuando (i) se necesita de importantes montos de inversión que la banca o el mercado de valores local no parecen tener suficiente apetito por el riesgo del proyecto, (ii) no se quieren consumir los límites de crédito con la

-
- (5) Con ocasión del análisis económico financiero del modelo del proyecto, es usual estimar algún porcentaje de sobrecosto durante la etapa de construcción sobretodo si esta etapa es larga (alza de precios de materias primas (cemento, fierro y combustible), incremento de fletes y mano de obra, gastos logísticos no previstos, entre otros. Un porcentaje de sobrecosto usual puede estar en el rango de 10% - 15% del presupuesto inicial.
- (6) Un proyecto denominado *greenfield* implica una construcción o un desarrollo completamente nuevo, es decir, crear o construir algo donde no existe nada. En cambio, un proyecto denominado *brownfield* es cuando ya existe la instalación de una planta o fábrica, generalmente de tecnología anterior y se le reacondiciona o moderniza para mayor eficiencia y/o capacidad, como cuando -por ejemplo -una planta de generación de energía eléctrica de ciclo simple se convierte a ciclo combinado (como ha ocurrida con varios proyectos en el Perú).



Diego Peschiera Mifflin

banca local o con los inversionistas locales, (iii) se busca diversificar el riesgo con otros inversionistas institucionales internacionales de otras partes del mundo⁽⁷⁾, (iv) se busca acceder a una fuente de financiamiento distinta que, en algunos casos, ha demostrado ser mas competitiva que el propio mercado

local bancario o de valores en términos de costos (*all-in*) de la tasa de interés, entre otras razones.

No me queda la menor duda que existe una tendencia clara en continuar explorando el mercado internacional de valores y que ojala muchas de nuestras sociedades y proyectos venideros puedan seguir siendo financiados con éxito de esa forma⁽⁸⁾.

-
- (7) Cabe mencionar que, aun cuando se trate de una emisión y colocación internacional de valores, las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones Peruanas (AFP) pueden participar como inversionistas. Como toda inversión de las AFPs, la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Pensiones (SBS) debe aprobar y registrar de manera previa los valores a emitir con la finalidad de que las AFPs puedan invertir en ellos, es decir, los títulos o valores debe ser *afepeables*. La SBS registra igualmente el valor para que sea invertido por las AFPs usando sus límites del exterior o los de inversión local. Tratándose de una emisión de una sociedad peruana y de un proyecto localizado en el Perú, la SBS debería permitir que las AFPs interesadas en invertir lo hagan utilizando el límite local que es mucho más holgado y grande que el correspondiente al internacional.
- (8) Como muestra, proyectos como las carreteras interoceánicas norte y sur del Perú, Huascacocha y algunas líneas de transmisión eléctrica, han sido financiados en el mercado internacional de valores.