

---

# El *project finance* o financiación de proyectos desde la perspectiva de los financistas

Aldo Reggiardo Denegri(\*)

## 1. Introducción

No obstante que, como se podrá sospechar, la financiación de proyectos ha existido desde antiguo, no existe una definición unánimemente aceptada del concepto *project finance* o financiación de proyectos. Sin perjuicio de ello, en los últimos años se ha venido decantando una definición que desde nuestra opinión define acertadamente a la financiación de proyectos como una compleja red de contratos y relaciones jurídicas que sustenta el otorgamiento de un financiamiento determinado no en la capacidad crediticia de quien lo recibe sino, por el contrario, en el proyecto que se pretende llevar adelante.

Así, en la medida que el sustento del repago del financiamiento otorgado depende del propio proyecto que se pretende desarrollar, las consideraciones económicas sobre la rentabilidad y factibilidad de este juegan un rol capital en el proceso de decisión de los otorgantes de los recursos para su financiamiento.

De esta manera, el flujo de caja estimado que pueda ser generado por el proyecto será, en principio, la única fuente de pago directa del capital y los intereses de los préstamos otorgados por los financistas, siendo por ello crucial para toda la estructuración financiera del proyecto.

En estricto en un *project finance* no debería existir recurso<sup>(1)</sup> contra los promotores de este, toda vez que el proyecto por sí solo debería ser la

fuelle en la cual se originen los recursos con cargo a los cuales se hagan cobro los financistas del proyecto. Sin embargo, la experiencia internacional (especialmente la de los países en vías de desarrollo) ha determinado que en la mayoría de casos en los que se pretenda financiar la realización de proyectos, los financistas o prestamistas cuenten con algún tipo de recurso, en la mayoría de casos limitado, contra los promotores o accionistas de la sociedad de propósito especial que lo emprenderá. Es por dicha razón que ahora, en la práctica, podemos hablar de tres distintos esquemas de financiación de proyectos: (i) financiamiento con recurso total contra los promotores; (ii) financiamiento con recurso limitado; y, (iii) financiamiento sin recurso alguno que pueda dirigirse contra los promotores. Evidentemente la determinación de la utilización de uno u otro esquema de financiamiento viene dada por el proyecto en sí mismo, por los gestores o promotores de este y por el riesgo que los financistas estén dispuestos a asumir.

Lo extenso y complejo de los distintos aspectos que se entremezclan en una financiación de proyectos exceden los alcances del presente trabajo. Es por tal motivo que hemos optado por circunscribir la extensión y temática del mismo a los aspectos más importantes que suelen ser tomados en consideración por los financistas en la toma de decisión en torno a invertir o no en un determinado proyecto.

(\*) Abogado. Master en Derecho Corporativo por la Universidad de Nueva York.

(1) Se entiende como "recurso" a la posibilidad de accionar directamente contra los accionistas o promotores del proyecto a llevarse a cabo.

## 2. Estudio de factibilidad del proyecto y análisis financiero

### 2.1. Estudio de factibilidad del proyecto

En el marco de la posible financiación de un proyecto el primer aspecto que el potencial inversionista tendrá en consideración a efectos de determinar su participación en este, será el estudio de factibilidad del negocio que se pretende desarrollar. Dicho estudio de factibilidad, necesariamente tendrá que involucrar aspectos de mercado, aspectos técnicos y organizacionales y, por supuesto, deberá analizar desde una perspectiva netamente económica la viabilidad financiera del proyecto.

Entre los muchos propósitos que encierra el estudio de factibilidad, sin duda que el principal es determinar si el proyecto que pretenden desarrollar los promotores o gestores tiene el sustento técnico y financiero necesario para hacerlo viable. A través de esta primera aproximación al proyecto, los potenciales inversionistas determinarán si la idea de negocio en la que se asienta hace sentido, y en función a dicha determinación, definir si seguirán adelante con el proyecto o descartarán de plano su intervención en él.

En este primer nivel de análisis, los financistas buscan determinar básicamente cuatro cosas fundamentales con relación al proyecto: (i) los objetivos de los promotores respecto del proyecto<sup>(2)</sup>; (ii) revisar si el plan de negocios del proyecto hace sentido; (iii) levantar los cuestionamientos y situaciones que deberán ser debidamente satisfechas a efectos de continuar o no con su labor de análisis en pro de otorgar la financiación requerida por el proyecto; y, (iv) sugerir alternativas o modificaciones al proyecto que permitan cumplir con los objetivos de los promotores.

El contenido del estudio de factibilidad del proyecto suele ser muy extenso y contempla aspectos relacionados con los productos o servicios que se pretenden desarrollar, el mercado potencial de crecimiento y de competencia que enfrentarán estos una vez que el proyecto haya iniciado la fase de operación, los datos históricos relativos al funcionamiento del mercado de los productos y servicios, así como las proyecciones en términos de ventas y volúmenes que resultan esperables del proyecto.

Resulta de igual forma esperable encontrar como objeto del estudio de factibilidad un detallado análisis de la experiencia profesional de las personas designadas por los promotores para llevar adelante la operación del proyecto. El *track-record* y la experiencia acumulada en desarrollos similares por parte de los administradores, y por qué no, de los mismos promotores, representará una fuente de mucho valor a ser tomada en cuenta por los potenciales inversionistas en el proyecto.

A su vez, las fuentes de materias primas y de bienes o servicios necesarios para llevar adelante el proyecto deberán ser detalladas y descritas minuciosamente, determinaciones en torno a la proyección y perdurabilidad en el tiempo de las distintas fuentes de bienes y servicios necesarios para el desarrollo del proyecto, así como de su potencial agotamiento o aseguramiento por parte de los proveedores de los mismos, son aspectos que sin duda marcarán la pauta que determinará la viabilidad de un proyecto que se sustente a lo largo del tiempo.

Para el caso específico de la financiación de proyectos de infraestructura hay tres temas que revisten particular importancia. Primero, el estudio de impacto ambiental en el que todo *project finance* que involucre el desarrollo de obras de infraestructura tiene que sustentarse y que tiene que ver con la afectación que el proyecto puede generar en el medio ambiente. Segundo, la fiabilidad y experiencia del constructor de la obra que se pretende emprender; y, por último, la posibilidad de tener acceso a seguros que puedan cubrir los riesgos propios del proyecto y en algunos casos los riesgos relacionados con el país en el que se desarrolle.

Finalmente, el aspecto más importante que debe contener todo estudio de factibilidad es el relativo al análisis financiero que debe dirigirse a dotar de seguridad a los prestamistas respecto de la viabilidad económica del proyecto.

Las proyecciones financieras contenidas en el estudio de factibilidad deberán de confirmar que los productos, bienes o servicios que se pretenden llevar a cabo pueden ser producidos a los costos presupuestados y vendidos a los precios y márgenes esperados, y que el flujo de caja proyectado para el proyecto que se pretende desarrollar tendrá certidumbre y recurrencia en el tiempo.

(2) NEVITT, Peter K. *Project Financing*. 5ta. edición. Euromoney. p. 23.

## 2.2. Análisis financiero del proyecto

Siendo que resulta consustancial a la naturaleza misma de todo *project finance*, que su financiamiento constituya un supuesto de financiación fuera de balance para sus promotores; es decir que la deuda producto de la financiación no sea asumida directamente por los promotores del proyecto ni se represente contablemente en sus estados financieros, sino que por el contrario, sea el vehículo especialmente creado para el desarrollo del proyecto el que registre en sus estados financieros las obligaciones financieras que se reciban por parte de los financistas; es necesario que se realice un detallado estudio y análisis de las proyecciones del flujo de caja del proyecto, lo que configura la razón de ser de todo análisis financiero de un proyecto.

Así, en la medida que la deuda se repaga de forma fundamental con el flujo de caja del propio proyecto, cualquier análisis financiero tiene que pasar necesariamente por este.

Con relación a lo dicho, es necesario tener en consideración que en la medida que todo proyecto nuevo a ser desarrollado difiere de un negocio en marcha cuyos flujos son susceptibles de determinarse con alguna certidumbre mayor dada la historia pasada de los mismos, el análisis de los flujos de caja del proyecto deberá de ser realizado sobre la base de proyecciones futuras que idealmente deberán sustentarse en algún nivel de certidumbre que permita determinar a los financistas del proyecto la real valía y factibilidad de este.

Pero, ¿de qué estamos hablando cuando hablamos de “flujo de caja de un proyecto”<sup>(3)</sup>? Dentro del sinnúmero de definiciones que podemos encontrar en la literatura financiera, hemos escogido dos definiciones que en razón de su

simplicidad nos pueden ayudar a comprender fácilmente tal concepto. La primera definición escogida define al flujo de caja de un proyecto como las entradas y salidas de dinero en una determinada empresa en un periodo de tiempo determinado<sup>(4)</sup>, y la segunda define al flujo de caja como la diferencia entre dinero cobrado y dinero pagado<sup>(5)</sup>. Es decir, el flujo de caja de un proyecto puede definirse en términos generales como la sumatoria y resta de los ingresos y egresos dinerarios que genera el proyecto en un periodo de tiempo determinado arbitrariamente.

Sin embargo, el concepto de flujo de caja no resulta de por sí suficiente para determinar la rentabilidad de un proyecto o cuantificar la solvencia de este, en la medida que pudiendo ser rentable<sup>(6)</sup>, en la práctica, un manejo inadecuado de los flujos de caja podría acarrear una falta de liquidez en el proyecto que lo haga insolvente, no permitiéndole hacer frente a sus obligaciones financieras.

Es por esto que el análisis financiero de un proyecto debe necesariamente involucrar, además de verificar los recaudos que se prevean para cautelar adecuadamente el ciclo del flujo de caja previsto, la rentabilidad de este; sin descuidar los índices de liquidez en los diversos escenarios que se puedan afrontar durante la vida del proyecto.

En esa línea, a efectos de determinar la rentabilidad financiera del proyecto se utiliza generalmente la técnica financiera conocida como “flujo de caja descontado” que consiste básicamente en determinar el valor presente neto de los flujos de caja futuros del proyecto en un determinado periodo de tiempo, descontados a una determinada tasa de descuento o coste del capital<sup>(7)</sup>, y tomando en consideración la inversión inicial requerida.

(3) En el presente artículo se emplearán indistintamente los términos proyecto, compañía, sociedad, empresa o vehículo, no solo para identificar al proyecto a ser desarrollado, sino también para identificar a la sociedad de propósito especial constituida para llevarlo adelante.

(4) Para una revisión más detallada sobre las diversas definiciones que pueden emplearse entorno al concepto “flujo de caja”, recomendamos revisar: HIGGINS, Robert C. *Analysis for Financial Management*.

(5) BREALY, Richard A. y Stewart MYERS. *Principios de Finanzas Corporativas*. 5ta. edición. Mc. Graw Hill. p. 81.

(6) Imaginemos a una determinada sociedad que por descuido o desmanejo de la gerencia rompe el ciclo habitual de su flujo de caja y súbitamente se encuentra inundada de cuentas por cobrar (que contablemente representan activos de la sociedad) pero que no cuenta con la liquidez para hacer frente a las cuentas por pagar próximas a vencer de la sociedad.

(7) Se denomina tasa de descuento o coste de capital, a las tasas de rendimiento otorgadas por alternativas de inversión comparables en términos de riesgo, rentabilidad y tiempo de aquella que se emprende. Una tasa de descuento comparable a cualquier inversión es la otorgada por los bonos del tesoro americano, en la medida que podríamos determinar con certidumbre el rendimiento de una determinada apuesta de inversión si en lugar de invertirse en un proyecto determinado se compran bonos del tesoro americano que arrojan un rendimiento de por ejemplo 7% al año.

Así, si el valor actual neto del proyecto que se pretende emprender resulta siendo superior a cero, estaría demostrada su rentabilidad y viabilidad financiera.

Evidentemente, cuando el valor actual neto de un determinado proyecto resulta siendo negativo la rentabilidad de este sería inexistente y por tanto no haría sentido desde la perspectiva de los inversionistas participar en él, como tampoco desarrollarlo bajo la óptica de los promotores del proyecto. De igual forma, los diferentes valores presentes netos que dos proyectos distintos pudiesen arrojar podrían ser utilizados como parámetros de comparación a efectos de decidir si se invierte en uno u otro.

Así como se analiza la rentabilidad de un proyecto, es necesario analizar, de igual forma, el grado de seguridad y liquidez de sus flujos a efectos de calcular los ingresos necesarios para hacer frente a las deudas asumidas con el objeto de financiar el desarrollo del proyecto. Para ello, se emplean determinados ratios o coeficientes que permiten, entre muchas otras cosas, determinar la capacidad de un determinado proyecto de generar liquidez en un periodo de tiempo a efectos de hacer frente al endeudamiento que mantiene vigente.

El análisis de *ratios* busca básicamente analizar las partidas contables de los distintos estados financieros de una compañía de una forma sencilla a fin de entender, interpretar y comparar<sup>(8)</sup> la rentabilidad, el valor, el apalancamiento y la liquidez de esta.

Para el caso específico de un proyecto financiero determinado el análisis de *ratios* que resulta fundamental desde nuestro punto de vista es aquel que se centra en aquellos ratios que determinan el nivel de liquidez del proyecto para hacer frente a los endeudamientos asumidos. Entre estos, sin duda, vale la pena resaltar el *ratio* denominado prueba ácida o *quick ratio* que relaciona los activos corrientes<sup>(9)</sup> (caja, inversión

en valores, cuentas por cobrar, etcétera) con excepción del inventario, con los pasivos corrientes. Este *ratio* permite determinar la habilidad de un proyecto determinado para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo.

De igual importancia para el análisis de liquidez de cualquier proyecto por parte de los financistas o prestamistas, son los *ratios* que analizan la capacidad del proyecto de hacer frente al principal e intereses de sus obligaciones de largo plazo, tales como los préstamos otorgados por bancos o el dinero obtenido de la colocación en el mercado financiero de valores representativos de deuda de largo plazo, tales como bonos u obligaciones.

En ese sentido, el *ratio* que compara los flujos de caja de las operaciones con la totalidad de las obligaciones pendientes de pago del proyecto se presenta como una herramienta crucial para la determinación de la capacidad de repago de las deudas de una sociedad determinada. Asimismo, otro *ratio* usualmente utilizado para analizar la liquidez de un proyecto de financiación es el *ratio* de cobertura de intereses que mide fundamentalmente la capacidad de cubrir los intereses del endeudamiento. El *ratio* de cobertura de intereses compara el EBITDA<sup>(10)</sup> del proyecto con los intereses a ser pagados. Este *ratio* pretende indicar la relativa protección que el rendimiento operativo otorga a los tenedores de deuda, permitiéndoles calcular las probabilidades que el proyecto tiene de incumplir con el pago de los intereses requeridos<sup>(11)</sup>.

En una línea de pensamiento similar a la desarrollada en las líneas precedentes Ignacio Pérez de Herrasti y de Goyeneche<sup>(12)</sup> ha señalado que a través de los coeficientes o *ratios* se determina el grado de seguridad que el flujo de ingresos netos previstos ofrece para hacer frente a la deuda pendiente. Siendo de destacar de forma particular dos tipos de coeficientes de cobertura: (i) *Loan life cover ratio*, que es el coeficiente que

(8) STICKNEY Clyde P. y Roman L. WEIL. *Financial Accounting. An introduction to concepts, methods and uses*. 9na. edición. Harcourt College Publishers. p. 234.

(9) Se consideran activos corrientes aquellos activos que son susceptibles de convertirse en dinero (caja) dentro del plazo de un año.

(10) Abreviatura que en inglés significa ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

(11) STICKNEY y WEIL. *Op. cit.*; p. 258.

(12) PÉREZ DE HERRASTI y DE GOYENECHÉ. *Inversión en Proyectos Autofinanciados "Project Finance"*. Limusa: Noriega. p. 102.

determina la relación entre la previsión de *cash-flow* neto descontado (al tipo de interés de la deuda) y el principal de crédito pendiente de amortizar; y, (ii) *debt service cover ratio*, que se establece para un periodo de doce meses y es el resultado de dividir el volumen de *cash-flow* anual entre las cantidades pendientes de pago.

### 3. Estructura de capital de un proyecto financiero

Un aspecto que sin duda es tomado en cuenta en toda evaluación de inversión es la estructura de capital que tendrá la sociedad de propósito especial que llevará adelante el proyecto.

La estructura del capital de la sociedad de propósito especial constituida a efectos de llevar adelante un proyecto difiere sustancialmente de la estructura de capital de una sociedad cualquiera puesto que el grueso de los recursos iniciales del activo de la sociedad están determinados básicamente por la deuda otorgada por los prestamistas y la contribución de los promotores se restringe a un porcentaje sustancialmente inferior.

#### 3.1. Capital

El aporte de capital de los promotores del proyecto representa el primer nivel de su estructura de capital, y determina, a su vez, el grado de riesgo y de participación de los prestamistas. Así, un elemento de análisis fundamental de los prestamistas está dado por el ratio *loan to value* o *ratio* deuda-capital que eventualmente estarían dispuestos a asumir a efectos de formar parte de un proyecto determinado.

Si bien es cierto que las consideraciones en relación a los porcentajes mínimos aceptables de capital a ser aportados por los promotores vienen dadas por diversos factores, todos estos factores están relacionados con aquella estructura de capital que para los promotores otorga el mayor valor posible al proyecto, pues la estructura de capital que adopten será aquella que les sea más beneficiosa.

Sin embargo, toda vez que son los financistas aquellos que otorgarán la mayor cantidad de "capital" al proyecto y como consecuencia asumirán mayores riesgos frente a este, normalmente exigen a los promotores que aporten

como mínimo entre el 20% y 30% del coste total del proyecto.

El capital aportado por los promotores de un proyecto financiero permite determinar el grado de exposición que están dispuestos a asumir, dado que este no sería recuperado sino solo hasta que la deuda otorgada al proyecto haya sido totalmente repagada.

El porcentaje mínimo de capital exigido en un proyecto financiero a ser financiado con recursos de terceros tiene dos motivaciones principales desde la perspectiva de los inversionistas<sup>(13)</sup>. Primero, los inversionistas esperan que el flujo de caja que el proyecto genere sea suficiente para cubrir los costos operativos, el servicio de deuda y adicionalmente generar un margen confortable de seguridad para cubrir cualquier contingencia ulterior que se pudiera generar, toda vez que a mayor presión en la generación de caja sobre la base de endeudamiento, mayor el riesgo que es asumido por los inversionistas. Y segundo, los inversionistas no desean que los promotores del proyecto tengan una posición tal en el capital que les permita salir del proyecto de manera sencilla. Lo que los inversionistas desean es que los promotores tengan una participación en el capital lo suficientemente representativa, de manera tal que se encuentren incentivados a permanecer en el proyecto durante su implementación y posterior operación.

La participación de los inversionistas en un proyecto no debe de asimilarse como una inversión en una caja negra donde se financia al proyecto en sí mismo sin importar el grado de compromiso y confianza de los promotores en él. Los inversionistas no están dispuestos a colocar sus recursos en un proyecto que no cuenta con un respaldo razonable de los propios promotores que se manifieste a través de su aportación al capital del vehículo creado para el desarrollo del proyecto. Es por ello que el porcentaje de deuda respecto del capital del proyecto es un elemento primordial a tomar en consideración al momento de decidir invertir en un proyecto determinado.

#### 3.2. Deuda subordinada<sup>(14)</sup>

La deuda subordinada es la deuda asumida por el proyecto cuya prelación resulta siendo

(13) NEVITT, Peter K. *Op. cit.*; p. 47.

(14) Resulta interesante, desde el punto de vista académico, tener presente que el desarrollo jurisprudencial en los Estados Unidos de América sobre la subordinación de acreencias ha generado la denominada *Deep Rock Doctrine*, formulada

superior a la del capital aportado por los promotores, pero inferior a la de deuda privilegiada o deuda *senior*.

Desde la perspectiva de los inversionistas, que son los que otorgarán la deuda *senior* al proyecto, la deuda subordinada resulta asimilable al capital pues los acreedores privilegiados siempre cobrarán antes que los acreedores subordinados en supuestos de insolvencia del proyecto.

La deuda subordinada puede ser subordinada *ab initio* o desde el origen, es decir que desde su concertación se encuentra subordinada al previo pago de toda otra deuda existente en la sociedad. Los términos de este endeudamiento contemplan desde el origen su subordinación al resto del endeudamiento de la sociedad, estableciéndose claramente que los tenedores de deuda privilegiada presente o futura sustentan sus desembolsos en la subordinación de esta deuda.

De igual forma, la deuda subordinada puede ser “subsecuente”, este tipo de subordinación se presenta en supuestos en los cuales existe deuda ya otorgada, normalmente por una empresa afiliada o vinculada a la sociedad que llevará adelante el proyecto, y se requieren de recursos adicionales para desarrollarlo. En este escenario los acreedores “originales” subordinan el cobro de su deuda a la nueva deuda a ser otorgada.

En la mayoría de los casos la deuda subordinada proviene de los propios promotores o de sociedades afiliadas o vinculadas al vehículo del proyecto, o de préstamos puentes otorgados por entidades bancarias y, generalmente, es requerida para cubrir porciones de financiamiento originalmente no previstas en el plan financiero del proyecto, ya sea por *over-runs* o por necesidad de inyectar temporalmente capital de trabajo, de manera antelada a la obtención del financiamiento privilegiado.

En los proyectos financieros, especialmente por el nivel de riesgo asumido por los inversionistas es habitual que se establezca como condición para el desembolso del endeudamiento privilegiado que la deuda subordinada no cuente con garantías, y muchas veces ni siquiera es aceptable que cuenten con un rango inferior respecto de las garantías otorgadas a otro tipo de deuda.

No obstante, en otros supuestos de financiamientos con un nivel de riesgo y exposición distintos, es factible encontrar casos de deuda subordinada garantizada, aunque como resulta lógico concluir no es la mejor opción desde la perspectiva de los financistas.

### 3.3. Deuda privilegiada

La deuda privilegiada es la deuda con prelación en su cobro por sobre el capital y la deuda subordinada del proyecto. Como su propio nombre lo sugiere la deuda privilegiada es aquella que no se encuentra subordinada a ningún otro tipo de deuda otorgada a la sociedad.

La deuda privilegiada o *senior* representa el mayor porcentaje de la estructura de capital de un proyecto financiero fluctuando entre un 50% hasta un 80% de esta, fluctuación que viene determinada por el riesgo que estén dispuestos a asumir los financistas.

La deuda privilegiada puede ser garantizada o no garantizada, en este último caso la deuda cuenta con una prelación privilegiada que encuentra sustento en el patrimonio genérico del proyecto. La deuda privilegiada garantizada no solo cuenta con un orden de cobro equivalente a aquella de titularidad de los acreedores privilegiados no garantizados sino que, además, otorga a sus titulares un privilegio especial frente al resto de los acreedores que se sustenta en la posibilidad de hacerse cobro, en caso de ejecución de la garantía, de los flujos producto de dicha ejecución de forma prioritaria respecto del resto de acreedores. Las razones por las cuales un determinado acreedor privilegiado puede insistir en contar con garantías residen básicamente en la clasificación de riesgo del proyecto, dado que mientras más alta tal clasificación menor necesidad de contar con garantías y viceversa.

En la medida que pueden ser diversos los acreedores *senior* garantizados, es altamente probable que la estructura del financiamiento prevea un acuerdo marco entre acreedores o *intercreditor agreement* que regule los intereses comunes de los acreedores garantizados respecto de los endeudamientos otorgados al proyecto y, entre

como resultado del proceso Taylor v. Standard Gas Co., 306 U.S. 307 (1939), en donde las Cortes resolvieron subordinar las acreencias de Standard Gas Co. matriz de Deep Rock Oil Corporation frente al resto de los acreedores de esta sobre la base de considerar que la insolvencia de Deep Rock había sido producto de la infracapitalización de esta empresa por parte de su matriz para obtener beneficios directos de tal estructura.

otras cosas, regule la toma de decisiones entorno a la garantías y su ejecución en caso de incumplimiento. Este tipo de acuerdos entre acreedores busca reducir los costos innecesarios de una negociación individual de la sociedad de propósito especial con cada uno de los prestamistas y alinear los intereses de estos en caso de incumplimiento de los financiamientos.

De igual forma, el nombramiento de un agente de garantías que represente los intereses de los acreedores permitidos garantizados dentro del contexto de una financiación de proyectos es esperable y deseable, toda vez que será este representante el que se encargue de cautelar las garantías otorgadas en el contexto del proyecto y el que se encargue, entre muchas otras funciones que se pudieran acordar, de distribuir el producto de su ejecución conforme se hubiese pactado en el correspondiente *intercreditor agreement*.

Las garantías otorgadas en el contexto de una financiación de proyectos pueden ser garantías reales, cesiones de derechos de cobro de flujos presentes y futuros del proyecto, prendas sobre las acciones de la sociedad de propósito especial, fianzas o garantías de primer recurso contra la matriz de la sociedad que lleva adelante el proyecto, entre muchas otras.

#### **4. Principales fuentes de financiamiento de los proyectos financieros**

Las fuentes de financiación de los proyectos financieros son absolutamente diversas y pueden provenir de distintas entidades, empresas u organismos. El propósito de esta sección es señalar las principales fuentes de financiación a las que podrían acceder los interesados en promover y llevar adelante una financiación de proyectos.

##### **4.1. Préstamos bancarios**

Sin duda alguna la fuente de financiación más utilizada para la obtención de financiamiento por los promotores de un proyecto es la obtenida a través de los empréstitos bancarios.

En su mayoría de casos los préstamos bancarios que suelen otorgarse para la gestión de un proyecto de gran envergadura como los que normalmente comprende la financiación de proyectos vienen estructurados en la forma de préstamos sindicados. Es decir, a través de la

---

Por el contrario el paquete de garantías tiene por finalidad última desincentivar conductas ineficientes respecto al proyecto por parte de sus promotores y asegurar la toma de control del proyecto, en caso de que se produzca un incumplimiento, para a través de su manejo recuperar el valor del crédito otorgado.

---

intervención de diversas entidades bancarias que mancomunadamente participan con una porción del crédito total comprometido, compartiendo así el riesgo del proyecto en función de su participación en el crédito, cuya gestión y administración se realiza a través de un banco agente.

No obstante, pueden darse casos en que la financiación de un proyecto derive total y directamente de una sola fuente del sector bancario, aunque estas situaciones son por lo general las menos dentro del contexto de la financiación de proyectos.

##### **4.2. Banca de fomento o de desarrollo**

Otra fuente innegable y de gran utilización para la financiación de proyectos es aquella proveniente de las entidades de banca de fomento o de desarrollo.

Las financiaciones otorgadas por la banca de fomento tienen ventajas como desventajas siendo las principales entre las primeras que la banca de fomento busca fundamentalmente apoyar el desarrollo de proyectos en el sector privado, básicamente de los países en vías de desarrollo, siendo por ello que las tasas y los plazos que los promotores de los proyectos pueden obtener son, en muchas oportunidades, significativamente más ventajosas que las que se pueden obtener de la banca comercial.

La participación de entidades de banca de fomento, por otro lado, alienta la participación de otros financistas, en la medida que el prestigio de estas, dotan al proyecto de seguridad respecto de su viabilidad y rentabilidad.

Instituciones como el International Finance Corporation, la Corporación Andina de Fomento,

el Banco Interamericano de Desarrollo, entre otras, han tenido una activa e importante participación en múltiples financiaciones de proyectos en nuestra región.

#### **4.3. Agencias de fomento a la exportación**

Las agencias de fomento a las exportaciones de los países desarrollados son otras de las fuentes de donde se generan los recursos para financiar proyectos.

Instituciones como OPIC (Overseas Private Investment Corporation), EXIM BANK (Export-Import Bank of the United States of America), KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau), SACE (Sezione Speciale per l'Assicurazione del Credito all'Esportazione) son solo algunas de estas instituciones de fomento a las exportaciones que participan activamente en el financiamiento de proyectos.

#### **4.4. Mercado de oferta pública de valores**

Otra de las fuentes a las que se suele recurrir a efectos de obtener el financiamiento necesario para un proyecto es al mercado de oferta pública de deuda. Sin embargo, factores como la necesidad del registro de los instrumentos de deuda a ser colocados para obtener el financiamiento, la clasificación de riesgo requerida en casos de proyectos financieros, así como el consiguiente monitoreo por parte de las entidades reguladoras de los mercados de valores, son algunas de las variables que originan que el mercado de oferta pública de deuda sea visto como una alternativa de financiamiento de segundo orden y dependiente del fracaso de conseguir financiamientos más tradicionales y de una menor complejidad y dificultad para los promotores del proyecto y para el vehículo especial que lo llevará adelante.

El riesgo implícito de un proyecto financiero por dar inicio, que por lógica consecuencia es mayor que el riesgo de una empresa en marcha, genera como consecuencia inmediata que los prestamistas exijan una mayor tasa de interés por el financiamiento otorgado, lo que eventualmente puede significar un desincentivo para optar por esta vía de financiamiento.

#### **4.5. Ofertas privadas**

Una alternativa utilizada activamente en la financiación de proyectos es recurrir al mercado de deuda por oferta privada dirigido fundamentalmente a inversionistas institucionales.

La ventaja que implica evitar el registro de los instrumentos, y el monitoreo por parte de las entidades encargadas de supervisar y controlar los mercados de valores en donde estos se negocien, origina que esta fuente de financiamiento sea preferida por sobre el mercado de oferta pública de valores mobiliarios.

La sofisticación de los inversionistas permite una evaluación más rápida del proyecto y una mejor comprensión de los riesgos y beneficios del mismo, lo que deriva en menores costos asociados de tiempo, dinero y esfuerzo con respecto al mercado de oferta pública de valores.

Sin embargo, factores vinculados a límites de inversión en instrumentos de alto riesgo y la poca liquidez de los valores emitidos en el marco de la financiación de un proyecto configuran desventajas relativas frente a otros tipos de financiamiento disponibles en el mercado.

#### **4.6. Otras fuentes de financiamiento**

Algunas fuentes de financiamiento distintas a las ya mencionadas están conformadas por alternativas que si bien en muchos casos no son por sí solas suficientes para financiar el desarrollo y viabilidad del proyecto, coadyuvan a su financiamiento. Sin que pretendamos ser exhaustivos con esta enumeración, este tipo de financiamientos pueden provenir de: (i) los proveedores de materias primas con las cuales se llevará a cabo la obra en la que se sustenta el proyecto; (ii) el constructor de la obra del proyecto en muchas oportunidades estará dispuesto a asumir parte del capital de la obra con la finalidad de que esta se realice; (iii) los propios promotores estarán dispuestos a otorgar financiamientos específicos por determinadas causas, llámese *cost-over-runs* u otros; y, (iv) los Estados de los países en donde se desarrolle el proyecto ya sea a través de su participación en el capital del proyecto o a través del otorgamiento de préstamos blandos, etcétera.

### **5. Principales riesgos a ser tomados en cuenta por los inversionistas en un *project finance***

La gran mayoría de la literatura financiera y legal que trata el tema de la financiación de proyectos refiere que el éxito o fracaso de este modelo particular de financiamiento reside de forma fundamental en alocar eficiente y adecuadamente los riesgos inmersos en el proyecto.

Así, siendo los inversionistas los que se encuentran expuestos a la mayor cantidad de riesgos derivados del proyecto dada su participación mayoritaria en la estructura de capital de la sociedad de propósito especial, la distribución adecuada de los riesgos deviene en un aspecto crucial para su determinación de inversión tanto como la determinación de los mecanismos adecuados a través de los cuales se pueda morigerar los riesgos implícitos en toda financiación de proyectos.

Más allá del sinnúmero de clasificaciones inmersas en la determinación de los riesgos de una financiación de proyectos, los principales riesgos que a nuestro entender deben de ser tomados en cuenta por los inversionistas para efectos de mitigar mínimamente su exposición en el proyecto son los que se detallan a continuación.

### 5.1. Riesgo político

Sin temor a incurrir en error podemos señalar que uno de los principales riesgos analizados por los inversionistas es el riesgo político, toda vez que la exposición a este riesgo solo podrá ser adecuadamente reducida si se produce la participación del Estado en el proyecto para asumir directamente compromisos frente a este a lo largo de su vigencia. De otra manera este riesgo solo puede ser "arbitrado" entre promotores y financistas.

Los riesgos políticos, como puede fácilmente concluirse, varían en función a la locación del proyecto y a las características particulares de este. Sin perjuicio de ello, los siguientes son los riesgos que pudiendo ser calificados como políticos se presentan con mayor frecuencia en los *project finance*.

a) Riesgos de nacionalización o expropiación; el riesgo de expropiación es un riesgo siempre presente y latente cuando los proyectos se desarrollan en Estados sin tradición democrática comprobada y puede presentarse directamente a través de la toma de control del proyecto por parte del gobierno del Estado en donde el proyecto se desarrolla o indirectamente a través de la imposición de restricciones discriminatorias al capital foráneo que en la práctica hagan imposible su desarrollo y viabilidad, y que generen indirectamente las mismas consecuencias que la expropiación o confiscación de la propiedad.

En muchas ocasiones a efectos de limitar la exposición a este tipo de riesgos se exige a los promotores la contratación de un seguro de riesgo

político que cubra la eventualidad de la ocurrencia de este tipo de despropósitos.

b) Riesgo de no otorgamiento de licencias, permisos y autorizaciones; como quiera que el desarrollo de las diversas actividades económicas requiere de autorizaciones gubernamentales, provinciales, federales o municipales según corresponda, es claro que el otorgamiento de permisos, licencias y autorizaciones implica un riesgo que deberá de tomarse en cuenta dentro del análisis del proyecto. Este tipo de riesgos pueden calificarse igualmente como riesgos de índole legal.

c) Restricciones a la convertibilidad de moneda y restricciones al libre flujo de divisas y beneficios; el país receptor de la inversión que se otorgue como parte del proyecto puede establecer en el futuro restricciones a la convertibilidad de la moneda local a moneda extranjera, o de igual forma puede establecer restricciones al libre flujo de divisas hacia el exterior ya sea directamente o en la forma de beneficios a ser distribuidos a los promotores.

Este tipo de restricciones tendrán un impacto directo en la estructura del financiamiento del proyecto en la medida que resulta usual que los préstamos se otorguen en moneda extranjera (dólares, euros o yenes) lo que implicaría que el servicio de la deuda contraída no pueda ser pagado en la moneda en la que fue pactado ya sea porque los flujos que genera el proyecto son en moneda local que no podrá ser convertida en dinero foráneo o por la expresa prohibición de remesar al exterior dinero y moneda extranjera.

d) Riesgos de inflación e impuestos; la inflación de un determinado país generada por el manejo equivocado de la caja fiscal puede tener un impacto significativo en las estimaciones que sustentaron el estudio de factibilidad sobre el cual se determinó la rentabilidad del proyecto.

El impacto de la inflación en una economía determinada generará un incremento de los costos inicialmente previstos en el modelo económico del proyecto debiendo por ello incrementarse el nivel de endeudamiento y por tanto de exposición de los prestamistas para cubrir el faltante de caja necesario para la conclusión del proyecto. Suele ser habitual que ante la disyuntiva de decidir entre abandonar el proyecto o incrementar su exposición en un nivel mayor pero razonable los financistas opten por lo último.

De igual forma, un cambio abrupto en la política fiscal del país puede tener un impacto originariamente no previsto en el modelo del proyecto que podría originar una reducción en las proyecciones de los ingresos a ser generados por el proyecto financiado por terceros.

## 5.2. Riesgos técnicos

Los riesgos técnicos cubren una amplia gama de riesgos que van desde los riesgos implícitos en la construcción de una obra, como en la operación de la obra ya terminada y desarrollada con la financiación de los inversionistas.

Los riesgos técnicos tienen una preponderancia determinante en la etapa de construcción y desarrollo del proyecto en la medida que la exposición de los inversionistas es mayor. Cambios en la obra originalmente prevista, retrasos no anticipados son ejemplos de riesgos presentes en esta etapa que tienen que ver con riesgos técnicos vinculados a la etapa de construcción de la obra o proyecto determinado.

En la etapa operativa, errores de evaluación técnica del proyecto pueden derivar en incrementos de los costes de operación que el operador del proyecto no había presupuestado originalmente. La estructuración del contrato de operación y mantenimiento del proyecto guarda una estrecha e importante relación con el manejo adecuado de estos riesgos, en la medida que dependiendo del tipo de estructura contractual que se emplee eventualmente estos riesgos pueden trasladarse al operador y no al proyecto, pero como se podrá intuir el impacto en la contraprestación al operador será mayor dado el mayor riesgo al que estaría expuesto.

Riesgos de obsolescencia por el uso de tecnología de punta son otros riesgos técnicos que deben ser previstos de antemano, pues su impacto puede ser extremadamente costoso para el proyecto y dependiendo de este puede, inclusive, determinarse su falta de viabilidad económica.

## 5.3. Riesgos legales

Los riesgos legales inmersos en una financiación de proyectos tienen relación con la posibilidad de ejecutar los acuerdos contractuales celebrados en conexión con el proyecto, o de hacer efectivos los resguardos y garantías acordados a fin de cautelar el adecuado repago del

endeudamiento asumido por la sociedad de propósito especial.

Las modificaciones legislativas o reglamentarias con relación a los derechos de propiedad, la protección de la propiedad intelectual y las normas que regulan la libre y leal competencia en un mercado determinado, cuya modificación o regulación precaria representen riesgos legales para el proyecto y su viabilidad.

Concepciones distintas respecto de los derechos y obligaciones, concedidos y asumidos por las distintas partes del proyecto tienen, sin duda, un efecto sustancial en el análisis de la financiación de un proyecto.

Esto último reviste particular importancia en el contexto de financiaci3nes de proyectos en las cuales est3n involucrados actores de distintas jurisdicciones. En tal contexto, resulta habitual que los contratos de financiamiento, aquellos que regulan la interacci3n entre los acreedores y los que tienen que ver con las garant3as que representen recursos directos contra los promotores se sometan a legislaciones anglosajonas como por ejemplo a las leyes del Estado de Nueva York de los Estados Unidos de Am3rica.

La predictibilidad, certidumbre y ejecutabilidad de los derechos y obligaciones otorgados y asumidos por las diversas partes del proyecto que otorgan legislaciones adscritas al sistema del *Common Law*, hacen que las partes se inclinen por adoptar a las leyes de jurisdicciones bajo el sistema antes indicado como las aplicables a la mayor cantidad posible de los m3ltiples contratos involucrados en una financiaci3n de proyectos.

## 5.4. Riesgos financieros y de mercado

### 5.4.1. Riesgos financieros

Como bien lo señaala el trabajo elaborado por la firma de origen brit3nico *Clifford Chance*<sup>(15)</sup> los riesgos financieros del proyectos son por lo general riesgos que se enmarcan fuera del control de los promotores del proyecto y pueden estar representados, entre otros, por los siguientes eventos: (i) variaciones de las tasas de convertibilidad; (ii) incremento de las tasas de inter3s; (iii) incrementos significativos en los precios de los *commodities* a nivel mundial; y, (iv) ca3da

(15) CLIFFORD CHANCE. *Project Finance*. IFR Publishing, 1991. p. 44.

del precio del producto o servicios que se pretende vender, etcétera.

Todos estos riesgos, deberán ser contemplados de antemano en los contratos financieros que complementan el otorgamiento del endeudamiento. Así, resulta esperable que frente al riesgo de las variaciones de tasas de interés y del régimen de convertibilidad de moneda se establezcan acuerdos dirigidos a evitar tales riesgos. Tales acuerdos pueden estipularse en la forma de opciones sobre tipos de interés<sup>(16)</sup> o contratos de permuta financiera conocidos en la literatura financiera como *swaps*, contratos, estos últimos, que tienen como razón de ser la cobertura o control de los riesgos conexos a las variaciones en el precio de determinados activos financieros<sup>(17)</sup> como las tasas de interés.

#### 5.4.2. Riesgos de mercado

Los riesgos de mercado tienen que ver fundamentalmente con la existencia de un mercado con la demanda suficiente para absorber el producto o servicio que se pretende desarrollar a través del *project finance* con el nivel necesario para satisfacer las expectativas de ventas suficientes que hagan rentable el proyecto no solo para efectos de hacer viable el repago del endeudamiento sino también para que se genere el retorno esperado por los promotores.

Factores tales como la competencia, la calidad del producto y del servicio, así como de facilidad en el acceso al mercado, se encuentran íntimamente vinculados con el análisis del mercado relevante de destino de los productos, y servicios, y son aspectos importantes a tener en cuenta como riesgos de mercado al momento de analizar el correspondiente estudio de factibilidad del *project finance*.

En la medida que los factores antes señalados son riesgos importantes la estructuración de toda financiación de proyectos normalmente prevé la existencia de contratos específicos dirigidos a atenuar, sino a eliminar, los riesgos de mercado que podría afrontar el proyecto.

Dichos contratos son básicamente los contratos *take or pay* y *through-put contracts*, contratos de origen anglosajón que buscan básicamente eliminar riesgos de mercado, configurándose de manera indirecta como una garantía del proyecto.

El primero de dichos contratos establece que el adquirente del bien o servicio se encuentra en la obligación de pagar periódicamente el valor de los productos que le sean suministrados por el vendedor sin perjuicio de la necesidad o falta de esta respecto de los productos objeto del contrato. De tal manera, el vendedor asegura un flujo monetario estable y seguro en el tiempo. Por su parte los contratos *through-put* se establecen en el marco de la prestación de un servicio, que al igual que en caso de los contratos de toma o paga, el contratante del servicio asume la obligación de pagar una cantidad de dinero en el tiempo sin perjuicio de que utilice o deje de utilizar el servicio contratado.

Tal como se podrá apreciar los contratos reseñados en el párrafo anterior configuran virtuales garantías del proyecto toda vez que garantizan el flujo de caja adecuado del *project finance*.

## 6. Estructura del contrato de financiamiento

No existe una forma única y excluyente de estructurar la financiación de un proyecto en el contexto de un *project finance*. Sin embargo, para efectos de lo pretendido por el presente trabajo hemos considerado adecuado, a modo de ejemplo, describir la estructura general que suele ser requerida por los financistas que intervienen en un préstamo sindicado destinado a la financiación de un proyecto que, en términos generales, podría resultar siendo aplicable a la mayoría de esquemas de financiamiento a emplear en un *project finance*.

La práctica internacional y el desarrollo de los *project finance* en mercados más desarrollados que el nuestro ha determinado una cierta estructura recurrente y estandarizada<sup>(18)</sup> en los contratos de

(16) Las opciones sobre tipos de interés pueden adoptar distintas modalidades como *collars*, *caps*, *floors*, etcétera.

(17) DAGA, Gabriel Alejandro. *Contratos Financieros Derivados. Análisis Jurídico Tributario y su Instrumentación*. Ábaco de Rodolfo Depalma. p. 217.

(18) La estandarización de los contratos de financiamiento es un fenómeno recurrente que tiene su origen en mercados de un desarrollo mayor al nuestro. No obstante, los problemas de adaptación de estipulaciones de origen legal foráneo no representan un problema menor en la estructuración de financiamientos internacionales. Respecto a la problemática de las ventajas y desventajas en la estandarización de los contratos, recomendamos revisar el trabajo de CHOI, Stephen. *The Pros and Cons of Standardizing Contracts*. En: *The Law School, The Magazine of the New York School of Law*. 2005.

financiamiento de proyectos, salvo variaciones específicas en función al tipo particular de financiamiento que se esté otorgando. Tal estructura es la que se define a continuación.

### 6.1. Definiciones

En razón a la gran extensión que suelen tener los contratos de financiamiento de proyectos, suele ser habitual que en la parte inicial de dichos contratos se definan aquellos términos que serán de uso recurrente en el cuerpo del contrato básicamente con el propósito de que no existan dudas respecto del significado que las partes han querido otorgarle a un concepto particular que luego será utilizado en diversos contextos y para regular distintas situaciones dentro del contrato.

### 6.2. Términos del préstamo

Los contratos de préstamos sindicados recogen el compromiso de desembolsar cantidades de dinero por parte de los prestamistas en proporción a su participación mancomunada en el financiamiento.

En tal sentido, los contratos de financiamiento regulan los siguientes aspectos para el caso de los préstamos sindicados con relación al préstamo a ser otorgado: (i) la obligación propiamente dicha de desembolsar cantidades de dinero, sujeta a los términos y condiciones establecidos en el contrato; los préstamos sindicados de proyectos financieros normalmente prevén el otorgamiento de préstamos revolventes por un periodo de tiempo determinado; (ii) las solicitudes de desembolsos; (iii) el cronograma de pagos del empréstito otorgado; (iii) cláusulas respecto de la amortización o prepago del préstamo concedido; (iv) la tasa de interés aplicable; y, (iv) la comisión a ser cobrada por el desembolso del préstamo, etcétera.

### 6.3. Declaraciones y garantías

Son declaraciones respecto de hechos o situaciones que efectúa una parte a su contraparte en un contrato, en un momento particular en el tiempo<sup>(19)</sup>. El propósito principal de este tipo de declaraciones es dejar en claro a cada una de las

partes de la contratación, aquellos asuntos que pueden resultar de importancia para decidir la ejecución del contrato o, en nuestro caso particular, el otorgamiento del financiamiento al proyecto.

En el contexto de un contrato de financiamiento, si luego de ejecutado el contrato, las declaraciones consignadas en este, que son tomadas como verdaderas, resultan siendo falsas, la consecuencia natural de la falta de veracidad de la declaración es el incumplimiento del contrato pactado, lo que puede generar, a su vez, diversas consecuencias en función a lo estipulado en el contrato.

Una de las consecuencias típicas que se deriva de dicho incumplimiento es la aceleración del monto del préstamo y su posibilidad de cobro inmediato. De igual forma, la consecuencia de un incumplimiento puede derivar en la suspensión de la obligación a cargo del prestamista de desembolsar los montos pendientes de entrega, o en la ejecución del paquete de garantías otorgado para cautelar el interés económico de los financistas.

Las declaraciones y garantías de los contratos de financiamiento, están íntimamente vinculadas con la auditoría legal y financiera que se deba de realizar respecto al proyecto que se pretende financiar.

Los aspectos fundamentales de la auditoría que puedan representar riesgos o certidumbres para la transacción son plasmados en el contrato de financiamiento a través de declaraciones del receptor del préstamo, que a través de ellas pretenden asegurar, la veracidad de la información proveída a la contraparte durante la auditoría.

Es importante tener en consideración que las declaraciones y garantías que suelen estar presentes en los contratos de financiamiento de casi todas las jurisdicciones en los que la financiación de proyectos tiene desarrollo, tienen su origen en la tradición del *Common Law* siendo por ello discutible su aplicación práctica, así como las consecuencias jurídicas derivadas de su incumplimiento, en tradiciones jurídicas distintas a esta<sup>(20)</sup>.

(19) FOX, Charles M. *Working with Contracts. What Law School Doesn't Teach You*. New York: *Practicing Law Institute*. p. 9.

(20) Este no es lugar para discutir las consecuencias jurídicas que en nuestro ordenamiento podría otorgar a una declaración falsa o errónea. Sin perjuicio de ello, recomendamos revisar GERSCOVICH, Carlos y Marcelo TAVARONE. *Financiación de Proyectos*. pp. 46 y siguientes; en donde se da una aproximación inicial a este tema desde la perspectiva del Derecho argentino.

Las declaraciones y garantías pueden ser de diversos tipos y características, algunas de las más significativas son aquellas que se refieren a la capacidad de las partes del contrato para vincularse a través de este, aquellas que tienen que ver con la existencia legal de las partes y de la capacidad de sus representantes para vincularlas, como que de igual forma suelen ser comunes aquellas que establecen que la celebración y ejecución del contrato no contraviene la ley ni requiere de autorizaciones gubernamentales subsiguientes.

Para el caso específico de los contratos de financiamiento de proyectos, adicionalmente a las declaraciones y garantía antes mencionadas, es esperable encontrar declaraciones como las siguientes: (i) declaraciones que guardan relación con el objeto mismo del contrato, en nuestro caso, la existencia del proyecto, y de los bienes y derechos vinculados con él, así como de todas las autorizaciones necesarias para llevarlo adelante; (ii) declaraciones respecto de la representación adecuada de los estados financieros o proyecciones financieras, y de la realidad financiera del proyecto; (iii) inexistencia de cambios sustanciales o materiales de significancia respecto del proyecto desde una fecha determinada que puedan afectar el negocio, sus activos y su condición financiera; (iv) inexistencia de litigios judiciales, arbitrales o administrativos y contingencias ambientales; (v) cumplimiento de normas y leyes, así como de contratos en los cuales se es parte; (vi) existencia o inexistencia de subsidiarias; (vii) la contratación suficiente y adecuada de los seguros necesarios para garantizar el proyecto; y, (viii) el rango de preferencia del endeudamiento otorgado en la estructura de capital del vehículo especial, etcétera.

Sin perjuicio de la enumeración precedente que no pretende ser taxativa, la magnitud de las declaraciones dependerá finalmente del financiamiento estructurado, y de qué tan confortables se sientan los financistas luego de la auditoría del proyecto que suele ser de rigor.

#### 6.4. Condiciones precedentes

Dentro de las cláusulas características de los contratos de crédito de los financiamientos de

proyecto, encontramos las que regulan las denominadas condiciones precedentes, cláusulas estas que se estipulan a efectos de condicionar los desembolsos de los préstamos concertados, a la satisfacción de determinadas condiciones por parte de la sociedad de propósito especial que llevará a cabo el proyecto.

Entre las condiciones precedentes estándares que encontramos en un contrato de préstamo que forme parte de la financiación de un proyecto podemos resaltar aquellas que tienen que ver con la obtención de todos los permisos y autorizaciones; la recepción de un ejemplar de contrato suscrito por la sociedad de propósito especial, por parte del banco agente; suscripción de los contratos de garantía que conforman el paquete de garantías que respaldan el pago de los préstamos; la ratificación de las declaraciones y garantías otorgadas como condición para el desembolso, etcétera.

Asimismo, se suele exigir en estas condiciones precedentes la existencia de informes y de opiniones, legales, técnicas y medioambientales sobre el proyecto emitidos por firmas de reconocido prestigio<sup>(21)</sup>.

#### 6.5. Obligaciones de hacer

Las obligaciones de hacer son compromisos asumidos por la sociedad receptora del empréstito frente a los prestamistas de realizar determinadas conductas o acciones durante la vigencia del préstamo concedido.

Las principales obligaciones de hacer que encontramos en el contexto de un contrato de préstamo de un proyecto financiero son las siguientes.

##### 6.5.1. Información financiera y demás información conexas

Bajo esta obligación contractual la sociedad de propósito especial asume la responsabilidad de suministrar al banco agente ya sea anualmente o con una periodicidad menor, sus estados financieros sean estos auditados o no. De igual forma se suele requerir que concurrentemente con la entrega de la información financieras se entreguen diversos certificados por parte de los representantes de la sociedad estableciendo, entre

(21) AZPIRATE MELERO, Marta. *Los contratos como herramienta para mitigar el riesgo en project finance*. En: *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Año XX. Número 81. 2001. p. 107.

otras cosas, la no ocurrencia de eventos de incumplimiento.

En los *project finance* es esperable que se establezca la obligación a cargo del tomador del préstamo de presentar un presupuesto anual al inicio de cada año fiscal, conjuntamente con los estimados proyectados de los estados financieros de la sociedad para el ejercicio fiscal correspondiente.

#### 6.5.2. Inspección del proyecto y de los bienes del proyecto

A través de esta obligación de hacer se busca otorgar el derecho a los financistas a través del banco agente de revisar el proyecto y los avances que se vengán efectuando en este, lo que representa un monitoreo de la *performance* de la sociedad de propósito especial con respecto del proyecto al cual se financia.

#### 6.5.3. Información sobre la ocurrencia de eventos de incumplimiento o de potenciales eventos que pudiesen impactar significativamente en el proyecto

Se establece la obligación de informar la ocurrencia de eventos de incumplimiento; del inicio de cualquier acción o procedimiento judicial, administrativo o arbitral que pudiese acarrear un efecto sustancialmente adverso en la sociedad y, en general, de comunicar cualquier hecho, suceso o acto que pudiese derivar en un efecto sustancialmente adverso en la sociedad de propósito especial.

#### 6.5.4. Cumplimiento de obligaciones de pago

Regula la obligación por parte del tomador del préstamo de pagar tanto el endeudamiento originado por el contrato de financiamiento como cualquier otra obligación dineraria a su cargo, incluyendo las obligaciones frente a la autoridad fiscal correspondiente.

#### 6.5.5. Mantenimiento del negocio y de los bienes del negocio

Lo que busca esta obligación es el compromiso por parte del tomador del préstamo de conservar y preservar las licencias, permisos, marcas, patentes y autorizaciones requeridas para

desarrollar los bienes o servicios que se desarrollarán con el proyecto, así como de mantener la titularidad sobre todos aquellos activos que resulten esenciales para el desarrollo del proyecto.

#### 6.5.6. Seguros

Esta cláusula busca garantizar la contratación y vigencia de los seguros necesarios para el desarrollo del proyecto en las condiciones, características y montos que resulten adecuados a la estructura de este.

#### 6.5.7. Rango del crédito

Esta cláusula busca, fundamentalmente, generar seguridad para los prestamistas intervinientes en el préstamo estableciendo que el rango de su préstamo será privilegiado respecto de cualquier endeudamiento presente o futuro de la sociedad de propósito especial.

### 6.6. Obligaciones de no hacer

Como bien lo señala Fox<sup>(22)</sup> las obligaciones de no hacer son el principal campo de batalla en la negociación de la documentación de un crédito. El propósito de las obligaciones de no hacer es restringir la capacidad del deudor de tomar acciones dirigidas a afectar su capacidad crediticia.

Es común que la negociación de las obligaciones de no hacer, especialmente en la negociación de los contratos de crédito de los proyectos financieros sean largas y minuciosas, toda vez que el objetivo último es la búsqueda de un adecuado balance entre la flexibilidad del manejo financiero y de caja que buscarán los promotores del proyecto frente al control de todos los ingresos y egresos, así como de cualquier decisión que pudiese afectar o debilitar la capacidad de repago de dicha sociedad por parte de los financistas.

A continuación detallamos las principales obligaciones de no hacer que resultan habituales en la estipulación de los contratos de crédito de un *project finance*.

#### 6.6.1. Límite de endeudamiento

La principal obligación de no hacer que se contempla en los contratos de crédito, es aquella

(22) FOX, Charles M. *Op. cit.*; p. 195.

por la cual el tomador de crédito restringe voluntariamente su capacidad de endeudarse. La lógica de los prestamistas es simple: mientras más apalancamiento financiero de su deudor, mayores las posibilidades de incurrir en problemas de liquidez para afrontar el repago de su préstamo. En razón a ello, su deudor solo podrá endeudarse si previamente cumple con determinados requisitos financieros pactados de antemano.

Las restricciones en torno al endeudamiento que puede contraer la sociedad de propósito especial varían en función al rango, tiempo y monto de este. Así, las restricciones podrán ser severas o flexibles dependiendo de las circunstancias particulares de la deuda a ser asumida.

Vale destacar que las limitaciones de endeudamiento por lo general no alcanzan al endeudamiento necesario para financiar la adquisición de activos o bienes necesarios para el desarrollo del proyecto, el mismo que será permitido tomando en consideración un límite revolvente en el tiempo.

#### 6.6.2. Garantías y afectaciones

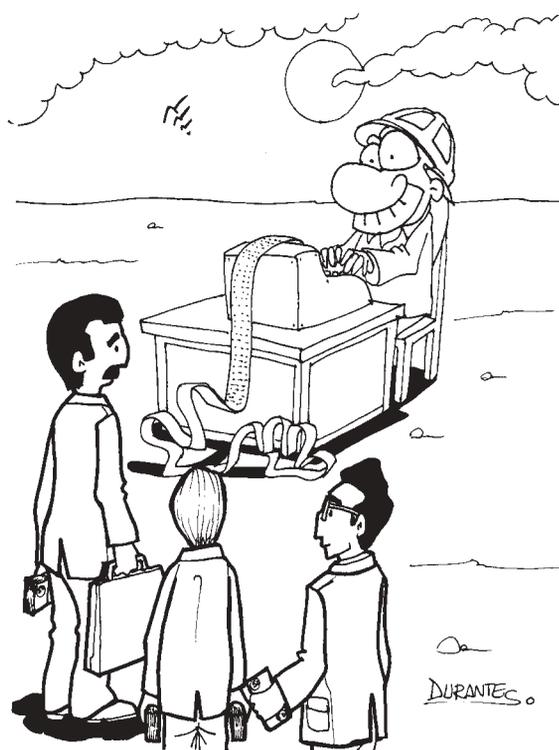
Otra restricción importante en este tipo de contratos tiene que ver con la restricción impuesta a la sociedad de propósito especial de constituir garantías respecto de sus bienes y derechos para garantizar obligaciones. La idea que subyace a tal restricción es la de proteger la capacidad de repago de la sociedad, toda vez que afectando en garantía un bien a un tercero, este tendría prioridad en el cobro producto de la ejecución de dicho bien, afectando la capacidad crediticia total y de pago del deudor.

Es usual que este tipo de cláusulas prevean de antemano ciertas afectaciones o garantías - *guarantee basket*- que sí pueden otorgarse ya sea que deriven de la ley o del acuerdo entre partes, como por ejemplo aquellas afectaciones necesarias para la compra de bienes indispensable para el desarrollo del proyecto.

#### 6.7. Inversiones, préstamos y adquisiciones

En la generalidad de préstamos sindicados es común encontrarnos con límites a la capacidad de incurrir en inversiones de deuda o capital por parte del tomador del préstamo.

La lógica de esta prohibición -entendiendo que la misma no puede ser absoluta- es evitar que se realicen inversiones que salgan del ámbito del plan



financiero o del objeto social de la sociedad tomadora de la deuda. Como lógica consecuencia en el ámbito de la financiación de proyectos tales restricciones tienden a ser mayores en la medida que las inversiones que se permiten serán de muy corto plazo y siempre vinculadas a una rápida obtención de liquidez sobre todo en la etapa de construcción del proyecto.

Es común de igual forma, establecer limitaciones al otorgamiento de préstamos a terceros como a sociedades o empresas vinculadas o afiliadas; así como respecto de adquisiciones diversas.

#### 6.8. Pagos restringidos

Los contratos de préstamos sindicados establecen restricciones a la realización de pagos de dividendos, reducciones de capital, amortizaciones de acciones, o cualquier otra forma u acuerdo destinado a distribuir a los promotores la rentabilidad obtenida por el proyecto. Los prestamistas no ven con buenos ojos que los excedentes generados por el negocio sean destinados al bolsillo de los promotores antes de "reperfilar" el riesgo crediticio de la sociedad de propósito especial.

En algunos casos la autorización de realizar pagos restringidos está atada al cumplimiento de determinados requisitos financieros los cuales, al ser satisfechos, autorizan automáticamente el pago.

#### **6.9. Modificaciones de documentos del proyecto**

Es usual que en el contexto de una financiación de proyecto se establezca una limitación general a la modificación de los términos contractuales de cualquiera de los contratos que forman parte del *project finance*. El requerido monitoreo de los acreedores respecto del proyecto hace de su incumbencia que toda decisión de modificación contractual tenga que contar con su previo consentimiento.

#### **6.10. Disolución, liquidación, insolvencia, fusiones y escisiones**

Una obligación de no hacer estándar y frecuente en todo contrato de préstamo, más allá de si nos encontramos en el contexto de una financiación de proyecto o no, es aquella que prohíbe a la sociedad tomadora del préstamo adoptar determinados acuerdos societarios que podrían afectar el préstamo concedido.

La razón por la cual la disolución y liquidación se encuentra restringida no reviste mayor análisis, es obvia la razón de tal medida, la misma que reside en la mantener la fuente de pago del crédito.

El análisis de la procedencia de las restricciones con relación a las fusiones y escisiones reviste un cuidado mayor dado que eventualmente estas podrían estructurarse de una manera tal que beneficien el proyecto.

#### **6.11. Venta de activos**

Esta disposición busca evitar la venta de activos estratégicos de la sociedad de propósito especial, cuya transferencia pudiese afectar el desarrollo de las actividades del proyecto afectando su viabilidad.

Excepciones a la prohibición general de disposición las encontramos en supuestos tales como ventas de inventario o *stock* de productos, venta de activos obsoletos, o transferencias efectuadas con el específico objeto de reemplazarlos, o en los supuestos específicos en

que el producto de la venta del activo se destine a amortizar el endeudamiento vigente.

#### **6.12. Acuerdos financieros**

En el acápite segundo hacíamos referencia a las consideraciones financieras a tener en consideración a efectos de analizar la viabilidad económica del proyecto y su capacidad para afrontar con éxito el pago de los préstamos que se pudieran otorgar.

En esa línea, los contratos de crédito o de financiamiento de los proyectos financieros establecen regulaciones y disposiciones que buscan cautelar la capacidad financiera y de generación de flujo de caja del tomador del préstamo a efectos que le permitan pagarlo.

Las estipulaciones financieras permiten a los financistas monitorear la *performance* financiera del deudor, y hacer ejercicio de los remedios que fuesen necesarios en los supuestos en los que tal *performance* no alcance los niveles mínimos requeridos<sup>(23)</sup>.

Los principales acuerdos financieros que se establecen en los contratos de créditos se regulan en la forma de *ratios* y comprometen al deudor a su cumplimiento en un determinado periodo de tiempo. Los ratios más utilizados son básicamente aquellos que comparan el apalancamiento financiero del tomador del préstamo a través de comparar su EBITDA con la deuda pendiente de pago. De igual forma son usuales los *ratios* de cobertura de intereses, a través de la comparación del EBITDA generado por el deudor en un periodo determinado con los intereses a pagar en dicho periodo, entre otros.

#### **6.13. Eventos de incumplimiento y consecuencias**

Esta sección describe de forma puntual aquellos acontecimientos y hechos que pueden derivar en un evento de incumplimiento y las consecuencias de dicha configuración. De forma general los típicos eventos de incumplimiento que se regulan son los siguientes: (i) incumplimiento en el pago del principal del préstamo; (ii) incumplimiento en el pago de los intereses del préstamo; (iii) falsedad de las declaraciones y garantías; (iv) incumplimiento de los acuerdos financieros; (v) incumplimiento de las obligaciones de hacer; (vi) incumplimiento de las obligaciones

(23) FOX, Charles M. *Op. cit.*; p. 215.

de no hacer; (vii) incumplimientos cruzados<sup>(24)</sup>; (viii) cambio de control en el deudor; y, (ix) incumplimiento de cualquier otra disposición del contrato de crédito.

#### 6.14. Banco agente

En esta sección los distintos intervinientes en el financiamiento acuerdan la designación del banco agente que será su representante para todos los efectos del contrato de crédito y determinan los alcances de sus facultades y obligaciones bajo el marco del contrato.

#### 6.15. Misceláneos

Finalmente, existe una sección general establecida para regular aspectos si bien no sustanciales con relación al objeto del contrato, sí de importancia para el manejo del préstamo. En esta sección se regulan aspectos como las notificaciones a efectuar, la forma de modificar el contrato, los costos y gastos derivados del contrato, así como la cláusula de indemnización, la cesión del contrato, la confidencialidad, la legislación aplicable y por último la cláusula de resolución de controversias.

### 7. Las garantías en el *project finance*

Sin lugar a dudas uno de los principales aspectos en los cuales reside la última decisión de los financistas de tomar parte de un *project finance* está determinado por el "paquete" de garantías que se otorgue a efectos de cautelar su crédito.

Aciertan Gerscovich y Tavarone<sup>(25)</sup> al señalar que las garantías en la financiación de proyectos cumplen una función diferente respecto de cualquier otra operación de financiamiento. Los acreedores de un *project finance* no tienen como objetivo el recuperar el monto adeudado a su favor a través de la ejecución de los bienes o derechos dados en garantías, toda vez que conocen las limitaciones de liquidez que tendría tales activos al momento de su ejecución. Por el contrario el

paquete de garantías tiene por finalidad última desincentivar conductas ineficientes respecto al proyecto por parte de sus promotores y asegurar la toma de control del proyecto, en caso de que se produzca un incumplimiento, para a través de su manejo recuperar el valor del crédito otorgado.

El paquete de garantías debe de estructurarse, en lo posible, de forma tal que la mayoría de riesgos implícitos en una financiación de proyectos se encuentren cubiertos ya sea a través del otorgamiento de garantías directas o a través de las denominadas garantías indirectas.

Las garantías en el marco de un *project finance* pueden ser múltiples y diversas; a continuación detallamos aquellas garantías que suelen utilizarse con mayor frecuencia.

#### 7.1. Garantías de terceros

Las garantías de terceros provienen normalmente de tres fuentes principales: (i) de los promotores o gestores del proyecto; (ii) de la banca comercial; y, (iii) del estado o de la banca de fomento.

En el primero de los casos los promotores otorgan fianza o garantías de primera solicitud o sola solicitud<sup>(26)</sup> a través de las cuales los financistas buscan eliminar determinados riesgos del proyecto.

En especial este tipo de garantías son requeridas a los promotores a efectos de garantizar el cumplimiento del proyecto -*project completion*. Así, a través de este tipo de garantías el riesgo de la falta de ejecución adecuada, a tiempo y con arreglo al estudio de factibilidad recaerá en los promotores y ya no en los financistas.

Este tipo de garantías son esperables, a su vez, para cubrir los riesgos de incrementos de costos del proyecto en la etapa de implementación, trasladando el riesgo de *over-runs* a la esfera jurídica de los promotores. Es usual que se establezcan este tipo de garantías inclusive hasta la certificación de la operatividad adecuada y esperada del proyecto con posterioridad a la etapa de implementación del proyecto.

(24) Se denomina "incumplimiento cruzado" al incumplimiento que se genera como consecuencia de incumplir otro contrato en el que es parte el deudor.

(25) GERSCOVICH G. Carlos y Marcelo TAVARONE R. *Financiación de Proyectos - Project Finance*. Buenos Aires: Depalma, 2000. p. 133.

(26) El doctor Manuel de la Puente sostiene que el ordenamiento jurídico peruano permite concertar este tipo de garantías y las distingue de las fianzas. Al respecto, recomendamos revisar: DE LA PUENTE, Manuel. *Contrato de Garantía*. En: *Themis*. Número 49.

La estructuración de este tipo de garantías suele ser muy compleja pues se busca garantizar no solo el repago de una deuda sino también la culminación adecuada del proyecto. Muchas veces la flexibilidad de los promotores en otorgar este tipo de garantías suele revelar su compromiso con el éxito final del proyecto emprendido.

La banca comercial puede otorgar fianzas o cartas fianzas para garantizar el cumplimiento de las obligaciones a cargo de la sociedad de propósito especial en los contratos de financiamiento.

Finalmente, la intervención en calidad de garantes de los Estados o de la banca de fomento nacional o internacional se presenta fundamentalmente en escenarios en los cuales el proyecto se desarrolle como resultado de un proceso de otorgamiento de una concesión de obra pública a particulares, donde el interés en el desarrollo del proyecto por parte del Estado y de la banca de fomento se encuentra siempre presente.

## 7.2. Garantías reales

Las garantías reales en el contexto de una financiación de proyectos se establecen con la finalidad de afectar bienes inmuebles o muebles en garantía del repago del endeudamiento concedido. Dicha afectación en garantía puede provenir de bienes de titularidad de la sociedad de propósito especial, de los promotores del proyecto o de terceros.

Generalmente son requeridas hipotecas respecto de la totalidad de los inmuebles del proyecto, la afectación de los bienes muebles principales del proyecto (ejemplo turbinas, excavadoras, stock e inventario, etcétera), así como la pignoración en prenda de las acciones emitidas por la sociedad de propósito especial.

Sin embargo, no obstante de encontramos con garantías directas contra el proyecto y sus promotores, las posibilidades de obtener recursos suficientes para cubrir el endeudamiento a través de su ejecución son bastante limitadas. En el caso específico de la afectación de acciones de una sociedad de propósito especial, su liquidez se encuentra absolutamente restringida en la medida

que los potenciales adquirentes, en un supuesto de ejecución, tendrán que cumplir con determinadas características específicas que les permitan llevar adelante el proyecto -fallido hasta el momento-, lo que restringe el universo de estos.

Es habitual que el establecimiento de garantías prendarias, -o mobiliarias para usar la nueva nomenclatura de la Ley de la Garantía Mobiliaria- se estructure de tal manera que permita, en determinados supuestos de incumplimiento, facilitar la toma de control temporal del proyecto por parte de los financistas, a través de la cesión de determinados derechos políticos; lo que en la práctica configura una suerte de *step-in rights*<sup>(27)</sup> a favor de los acreedores.

En algunas legislaciones, como el caso de la legislación peruana, es factible establecer una hipoteca genérica sobre todos los bienes y derechos que configuran una concesión otorgada por el Estado<sup>(28)</sup>. No obstante, en la medida que el objeto de ejecución en este supuesto involucran bienes y derechos que en última instancia revertirán al dominio estatal, la propia legislación establece una suerte de monitoreo del proceso de ejecución de la garantía hipotecaria a efectos de que se cautelen los intereses del Estado y no solo se satisfaga el interés acreedor de los financistas.

## 7.3. Cesión de derechos y fideicomisos

Dentro del paquete de garantías se incluyen la cesión de los derechos de los principales contratos suscritos con relación al proyecto. Tales contratos de cesión son esperables respecto de los contratos con proveedores y especialmente con los clientes del proyecto (cesión de los derechos de cobro de los *take or pay or throughput contracts*). Los derechos de cobro de los seguros contratados a efectos de mitigar los riesgos de destrucción, o afectación del proyecto son a su vez cedidos a favor de los financistas, quienes en caso de ocurrencia de un siniestro, de acuerdo a lo que se hubiese pactado en el correspondiente contrato, de cesión deberán destinar los montos al proyecto o si este resultase inviable como producto del siniestro, a cobrarse su acreencia.

(27) Los *step-in-rights* son habituales y absolutamente aceptados en legislaciones de origen anglosajón. En legislaciones de origen continental, como España y Alemania, se viene discutiendo la validez y consecuencias de su aplicación.

(28) La Ley 26885 regula la posibilidad de establecer hipotecas sobre el derecho de concesión de obras públicas de infraestructura y de servicios públicos.

Los fideicomisos se estructuran a efectos de dotar de una mayor independencia, neutralidad y seguridad a los flujos del proyecto a través de su manejo autónomo e independiente por parte del fiduciario del patrimonio fideicometido que neutraliza los riesgos tanto de financistas como de la sociedad de propósito especial respecto de reclamaciones de terceros.

Estos fideicomisos buscan la administración eficiente de los flujos económicos a efectos de que estos sean usados para amortizar los costos y gastos de construcción, operación y mantenimiento, el servicio de la deuda privilegiada, la deuda corriente o subordinada y finalmente se distribuyan los beneficios a los promotores siempre y cuando los ratios financieros establecidos en los contratos de financiamiento hubiesen sido satisfechos.

#### 7.4. Garantías indirectas

Se denominan garantías indirectas a todos aquellos contratos concertados con los clientes y proveedores tales como los contratos *take or pay*, *take and pay*, *throughput*, *tolling agreements*, *supply or pay agreements*, etcétera; que aseguran la continuidad del proyecto tanto desde el punto de vista de la demanda de los productos o servicios prestados por el proyecto como desde la oferta.

Los contratos de seguros, si bien no son garantías *strictu sensu*, configuran garantías indirectas requeridas para morigerar los riesgos de fuerza mayor siempre presentes en proyectos de gran envergadura y coste.

#### 7.5. Contratos de acción directa

Son usualmente utilizados en legislaciones del *Common Law* y básicamente se estructuran para

dotar a los proyectos de una vigilancia intensiva respecto del cumplimiento de las disposiciones contractuales concertadas por la sociedad frente a sus contrapartes. Este tipo de contratos configuran supuestos que superan el principio de eficacia relativa de los contratos en la medida que las contrapartes asumen la obligación de continuar vinculadas con el proyecto inclusive en el supuesto que se sustituya a la sociedad de propósito especial.

Son contratos en beneficios de los acreedores y se activan ante el incumplimiento de la sociedad de propósito especial, pasando los financistas a asumir los incumplimientos y deudas de la sociedad frente a sus contrapartes contractuales, con cargo a que estas permanezcan vinculadas en el proyecto con el nuevo operados de este.

#### 8. Reflexión final

Como se ha expresado de forma general en el presente trabajo la financiación de proyectos comprende una compleja red de relaciones y contratos que buscan básicamente distribuir los riesgos del proyecto de la forma más eficientemente posible entre las distintas parte involucradas en él. En ese orden de ideas y en la medida que los financistas son los que por lo general asumen los mayores riesgos, conocer las distintas variables que se entremezclan en el análisis de inversión de los financistas resulta imprescindible. Comprender que los financistas son en la práctica los “accionistas en la sombra” de la sociedad de propósito especial resulta muchas veces complicado pero fundamental a fin de entender las diferencias entre el *project finance* y cualquier otro tipo de financiamiento. <sup>45</sup>