

Arquímedes y el *project finance*

Comentario al trabajo del Grupo de Investigación de **ius et veritas**

Javier Tovar Gil^(*)

Si Arquímedes viviera y decidiera cambiar la física por las finanzas, seguramente sería un banquero de inversión dedicado con entusiasmo a la especialidad de *project finance*. Su famoso “dadme un punto de apoyo y moveré el mundo” se transformaría en algo parecido a “dadme un flujo de caja cierto y financiaré cualquier proyecto”. Su punto de apoyo físico para multiplicar la fuerza de la palanca, tendría su expresión financiera en los flujos de caja futuros de los proyectos intensivos en infraestructura y recursos.

El principal mérito del trabajo de investigación del equipo de **ius et veritas** es el de haber acertado plenamente en identificar el centro de gravedad de una operación de *project finance*. Todo gira alrededor de un flujo de caja futuro, razonablemente cierto, que se convierte en la fuente de pago de las obligaciones asumidas con los acreedores del proyecto, rodeado de garantías suficientes para asegurar su utilización y destino.

En los procesos de inversión y financiamiento más tradicionales, un grupo de inversionistas interesados en desarrollar un proyecto, aportan capital a una empresa para financiar su despegue. Intentarán aportar lo estrictamente necesario para que, una vez iniciadas las actividades o estabilizado el negocio, los bancos y mercados de capitales hagan lo suyo, siempre en una determinada relación entre deuda y capital. La responsabilidad limitada sirve como escudo para acotar los riesgos y efectos de la nueva empresa. Sin embargo, los accionistas cargarán en sus balances con las obligaciones financieras iniciales y los requerimientos adicionales de capital.

En el *project finance*, como señala el trabajo de **ius et veritas**, las obligaciones financieras

pasan de frente al balance de la empresa de propósito especial, creada y diseñada exclusivamente para desarrollar y gestionar el nuevo proyecto. El objetivo es que sea el propio proyecto y su flujo de caja futuro, el responsable frente a las obligaciones asumidas por los diferentes participantes o *stakeholders* involucrados. La capacidad de llevar adelante proyectos nuevos se multiplica, sin embargo el control sobre los flujos que se producen pasa de diversas formas a manos de los acreedores.

Aunque la experiencia peruana en materia de *project finance* es relativamente reciente, contamos con ejemplos muy destacados de operaciones de este tipo. En el sector privado la reina de todas las transacciones es Antamina, la mayor operación de *project finance* en el sector minero en su momento. Muy recientemente Cerro Verde sigue su camino. Por el lado de las concesiones y obras de infraestructura pública, Camisea y Olmos son ejemplos relevantes, sin dejar de lado los proyectos sobre carreteras.

Asimismo, producto de su investigación, el trabajo de **ius et veritas** aclara con acierto, que en muchos casos los proyectos desarrollados no son estrictamente puros, es decir que cuentan con recurso limitado de los accionistas o, en el caso de algunas concesiones, cuentan con un flujo de caja de partida, generado por infraestructura y servicios existentes, que ayudan a desarrollar facilidades adicionales y mejoras.

Creemos que el trabajo desarrollado por **ius et veritas** es un excelente referente para introducir a los abogados en ese sistema complejo de actores, contratos y relaciones jurídicas, que es el *project finance*. Las felicitaciones por ello al

(*) Abogado con estudios de Maestría en Derecho Internacional Económico en la Pontificia Universidad Católica de Lima y diplomado en Derecho Aeronáutico en la Universidad Complutense de Madrid. Expresidente de CONASEV, Procapitales, la Comisión de Acceso al Mercado de INDECOP y del Comité Especial para la Privatización de Acciones del Estado en Mercados de Capitales y las empresas de Telecomunicaciones. Profesor de Derecho Internacional Privado en la Maestría de Derecho Internacional Económico de la Pontificia Universidad Católica del Perú y de la UPC.

equipo investigador y los animamos para continuar desarrollando este tema, que tiene aún muchas más áreas y rincones que explorar.

En esa línea, provocadora de temas, permítanme alcanzarles algunos apuntes sueltos adicionales.

1. En el *project finance*, algunas ayudas siempre son útiles

Aunque el flujo de caja es el punto de apoyo, algunas ayudas siempre son bienvenidas, justamente para reforzar ese punto de apoyo y hacerlo predecible. En esta materia existen una serie de desarrollos interesantes. Aquí un par de ejemplos.

El periodo de construcción es seguramente el momento de mayor riesgo de un proyecto, pues durante esta etapa se produce la mayor parte de los desembolsos y no se generan flujos de tipo alguno. En este periodo es usual el que los acreedores financieros pidan a los accionistas o *sponsors* un conjunto de garantías, conocidas como *Completion Guarantee*. A través de ellas, los accionistas se comprometen frente a los acreedores financieros a suministrar los recursos necesarios, en tanto no se complete la obra. Una vez terminada la obra, el conjunto de garantías culmina, pues se entiende que se inicia el flujo de caja que es el punto de apoyo del *project finance*.

De otro lado, en el caso de ciertos proyectos de infraestructura, típicamente en el transporte, tales como carreteras de peaje, trenes urbanos, u oleoductos, el flujo de caja futuro para efectos de justificar la obra se basa en una proyección de ingresos que asume determinados supuestos teóricos de tránsito. Es normal que en estos casos los Estados convengan en otorgar, mediante distintas fórmulas, garantías de demanda o tráfico que le aseguran a los concesionarios un ingreso mínimo, es decir un piso de flujo de caja, justamente para hacer viable el financiamiento.

Lo relevante aquí es destacar que no siempre basta con un flujo de caja futuro proyectado sobre bases razonables, muchas veces será necesario contar también con ayudas como las descritas, que en buena cuenta aseguran a los acreedores el inicio del flujo o su monto durante la vida del proyecto. Estas seguridades reducirán el riesgo, al punto de bajar al mismo tiempo el costo del financiamiento o, en algunos casos, simplemente

hacerlo viable. La naturaleza y funcionamiento de estas seguridades y garantías, especialmente en el caso de concesiones, es un campo por explorar para los juristas.

2. Las concesiones, el *project finance* y la protección del flujo de caja

Otro mérito del trabajo de *ius et veritas* es que asocia el *project finance* a las concesiones de infraestructura pública. No cabe duda que este es un campo propicio para su desarrollo y aplicación. Algunos apuntes al respecto.

En materia de concesiones debemos tener claro que una concesión debe ser "bancable", de lo contrario no es viable. Para ello será necesario, siempre de acuerdo a las características de cada proyecto, que cuente con las cláusulas necesarias para mitigar riesgos. Siguiendo lo fundamental, las principales cláusulas mitigadoras giran alrededor de la seguridad del flujo de caja, y las garantías a favor de acreedores en los casos que este peligré. Aunque los acreedores no participan en un primer momento en los contratos de concesión debemos tomar en cuenta desde el inicio las posibles necesidades del lado financiero, que finalmente harán factible el proyecto más adelante. Recordemos que los acreedores, aunque la denominación engañe, son verdaderos inversionistas, que toman mayor riesgo que los propios accionistas o *sponsors*, pues son quienes ponen en juego los mayores recursos. En caso de fracaso son quienes más pueden perder, si no se toman las precauciones debidas. Por ello es perfectamente razonable que los contratos de concesión incorporen en su diseño inicial los intereses de los futuros acreedores, sean bancos, agencias multilaterales o el mercado de capitales.

De otro lado, entre las cláusulas que normalmente se incluyen en los contratos de concesión, mencionaremos una que es emblemática, la del equilibrio económico financiero del contrato. A nuestro juicio esta cláusula merece por sí misma todo un artículo o inclusive un ensayo. Tenemos la impresión que últimamente viene perdiendo su esencia y sentido, pues por diversas razones no cumple cabalmente con la función que debe tener en un contrato. Esta cláusula tiene sentido principalmente en contratos de concesión de actividades intensamente reguladas, como los servicios públicos. En estos casos el empresario

titular de la concesión está restringido en su gestión por los límites regulatorios previstos en el contrato y en otros instrumentos. Debemos recordar que, frente a cambios externos que afecten de forma relevante sus costos o sus ingresos, es decir su flujo de caja, él no puede tomar medidas de mercado libremente, tales como subir sus precios, dejar de prestar determinados servicios o eliminar su plan de inversiones. Al no poder corregir la situación como lo haría otra empresa, será necesario contar con la fórmula prevista en la antes mencionada cláusula, que sirva de válvula de escape al problema. A nuestro juicio es importante que esta cláusula no se confunda con la de fuerza mayor, ni que se superponga con otras que pueden referirse a temas de tarifas, ni que se limite a los efectos de las normas legales. En suma es relevante que se construya en consonancia con su función y finalidad.

3. La emisión de valores mobiliarios y el segundo piso de contratos

El trabajo hace referencia a las emisiones de valores, sin duda cada vez más relevantes en la estructuración integral del *project finance*. Es interesante anotar que las emisiones de valores mobiliarios, bonos o instrumentos representativos de deuda, no son alternativos al préstamo sindicado, sino que, cada vez más, son complementarios. Hoy día es altamente probable que el plan financiero de un proyecto considere una estructura que combine porciones de financiamiento provenientes de diferentes fuentes y mercados. Seguramente contemplará una porción de capital, que debe ser aportado por los propios accionistas (*sponsors*), otra que provendrá de los bancos y agencias multilaterales, pero también una parte que se levantará en los mercados de capitales mediante emisiones de valores y la posible participación de mejoradores.

Cuando esta combinación ocurre son necesarios otro grupo de contratos que regulen las relaciones entre los titulares de los bonos u obligaciones y los banqueros de diversa clase. Surge así un segundo y hasta tercer piso de contratos marco, que definen las relaciones entre

los distintos acreedores que participan de una misma operación de *project finance*. El contrato marco de garantías, para regular el funcionamiento de las garantías comunes otorgadas al conjunto de estos acreedores, es un ejemplo de lo señalado. A este contrato le tocará regular, por ejemplo, el tratamiento de la ejecución en beneficio del conjunto de acreedores, frente a situaciones de incumplimiento, y la posibilidad de que ocurran los incumplimientos cruzados. Poner todas estas relaciones en línea es una labor compleja con una arquitectura legal también sofisticada.

La realidad es que un *project finance* da lugar a un sistema de contratos diferentes, que regulan una red compleja de relaciones para conseguir la finalidad del *project finance*, el desarrollo de un determinado proyecto que genere a su vez un flujo de caja proyectado.

4. Un combinado de leyes aplicables

No podemos dejar de señalar el complejo sistema de leyes aplicables y jurisdicciones que pueden ser materia del sistema de contratos producido por un *project finance*. En cada proyecto el Derecho Internacional privado tiene un rol activo que jugar. Las operaciones combinan diversas leyes aplicables en función a la realidad de cada contrato. Los contratos de concesión, los de garantía o determinados fideicomisos suelen estar regulados por las leyes y jurisdicción locales. En el caso de emisiones de valores dependerá del lugar de colocación de los mismos. Los contratos de préstamos y los de segundo piso suelen estar sometidos a una ley como la de Nueva York o Londres, aunque no pueden perder de vista la ley local. Los de seguros seguirán su propia lógica.

En suma para los abogados el *project finance* es un reto permanente. La arquitectura legal en cada caso requiere siempre de un grado de creatividad importante y una cabal comprensión de los objetivos, que giran siempre alrededor de ese punto de apoyo esencial, el flujo de caja del futuro proyecto. Ayudemos a los Arquímides legales a estudiar y mejorar cada vez más el ambiente legal en el que se desarrollan estos sistemas. *AB*