

Innovando el financiamiento de proyectos

Una aproximación al *Project Finance*

Grupo de Investigación *ius et veritas* (*)

Gabriela Daño Sinclair
Luis Esteban Delgado Sigüeñas
Andrés Gjurinovic Pacheco
Romina Stucchi López-Raygada
Claudia Vargas Villanueva

1. Introducción

El *Project Finance* es una figura sumamente utilizada en países desarrollados. Sin embargo, en nuestro país aún no se tiene del todo claro cómo funciona este novedoso y complejo mecanismo de financiamiento de proyectos. En aras de difundir un poco más la naturaleza del mismo, y conscientes de las enormes consecuencias positivas que un mayor empleo del mismo generaría en el Perú, presentamos el siguiente Trabajo de Investigación.

Con vistas a que el resultado de nuestra investigación dé lugar a un segundo nivel de análisis, basado en datos empíricos sobre la implementación del sistema *Project Finance* en el ámbito nacional, revisaremos a lo largo de la investigación, los siguientes aspectos: (i) el concepto de *Project Finance*; (ii) cuáles son sus principales características, a fin de diferenciarlo de otros mecanismos de financiamiento; (iii) la determinación de los sujetos que tienen mayor injerencia en él; (iv) delimitar los ámbitos de aplicación a los que es aplicable esta figura; (v) los riesgos a tener en cuenta para proteger todos intereses involucrados en el proyecto a desarrollar; (vi) las bases contractuales, es decir, los contratos más importantes que se suscriben para mitigar los riesgos propios del *Project Finance*; y (vii) la descripción del marco legislativo peruano que enmarcaría las normas de inversión privada.

Cabe aclarar al lector, que el término *Project Finance* refiere al mecanismo de financiamiento, sin embargo, cuando usamos la palabra “proyecto”, es el objetivo del tal financiamiento, como por ejemplo la implementación de infraestructura eléctrica o centro comercial.

2. Concepto

El *Project Finance* es considerado un innovador y complejo método de financiamiento por el cual es factible solucionar la problemática referida a la solvencia económica de construcción y explotación de infraestructuras; y proyectos industriales de gran envergadura en sectores tanto públicos como privados, por ejemplo reservorios o centros comerciales, respectivamente. Es importante señalar que existen distintos tipos de financiamientos de proyectos: (i) el financiamiento sin recurso, también llamado financiamiento “puro”; (ii) el financiamiento con recurso; y (iii) el financiamiento con recurso limitado. Dicho esto, el *Project Finance* es un financiamiento sin recurso ya que el préstamo va dirigido directamente a la Sociedad de Propósito Especial (en adelante, SPE), constituida exclusivamente para la consecución de un determinado proyecto público o privado, no encontrándose afectos los activos de las empresas que eventualmente la conforman. Es decir, el financiamiento sin recurso se trata de

(*) Nuestro sincero agradecimiento a los doctores Miguel Ángel Ronceros Neciosup y Juan Carlos de los Heros Echeopar. Asimismo, agradecemos a Ernesto Salazar Campos, miembro de la Asociación Civil *ius et veritas*. Sin embargo, las opiniones expuestas son de exclusiva responsabilidad del Grupo de Investigación.

una herramienta o modalidad de financiamiento para un proyecto basado solamente en los recursos generados por él mismo. Se sustenta en que sus flujos de caja (rentabilidad) y el valor de sus activos puedan responder por sí mismos como garantías de reembolso del financiamiento recibido⁽¹⁾.

Por lo tanto, *Project Finance* es un término utilizado para hacer referencia a un mecanismo de financiamiento que tiene un rasgo característico: no ser primordialmente dependiente del crédito de los emprendedores (en adelante, los promotores) de un proyecto determinado. El financiamiento se lleva a cabo gracias a factores externos porque los promotores del proyecto no cuentan con la capacidad económica necesaria para hacer viable dicho proyecto.

Por tanto, en teoría el *Project Finance* es un financiamiento sin recurso pero en la práctica, vemos que funciona como un financiamiento con recurso limitado; es decir, un financiamiento donde el acreedor solo tiene acceso a obtener algunas garantías del deudor.

Además, no implica un simple financiamiento de proyectos sino que envuelve distintas particularidades. En este sentido, cabe señalar que el *Project Finance* deberá ser considerado como una unidad económica y técnicamente independiente, pues está dirigido a financiar proyectos económicamente viables y seguros. Es así que, un financiamiento sin recurso garantiza su viabilidad de acuerdo a sus flujos de caja futuros.

Por su parte, Gómez y Jurado afirman que:

“Siendo puristas, en un *Project Finance* la financiación no debería estar garantizada por el patrimonio ni la capacidad económica de las firmas que lo promueven o que participan sino tan solo por el dinero que produzca el proyecto. (...) La financiación de un proyecto puede realizarse de varias maneras, desde la aportación de capital del promotor o firmas interesadas en el proyecto, pasando por combinaciones de fondos propios y créditos de diversa factura. Y puede en ocasiones terminar por usar la herramienta del *Project*

Finance si el proyecto es suficientemente bueno para permitirlo”⁽²⁾.

Además, Garicano, sostiene que:

“Un sistema de financiación que permite que un determinado proyecto de inversión, dadas sus posibilidades de generar flujos de caja razonablemente predecibles y sostenidos y la calidad de sus propios activos, pueda ser financiado individualmente, utilizando para ello fondos específicamente conseguidos para el proyecto, sin recurso pleno a los socios promotores, y empleando el mayor apalancamiento posible”⁽³⁾.

Hay quienes optan por definir el *Project Finance* como “aquella operación en la cual uno o (normalmente) varios acreedores proveen financiamiento para la construcción de un proyecto de gran envergadura, asumiendo gran parte del riesgo y del éxito de dicho proyecto”⁽⁴⁾.

En el proyecto del sector público y privado a desarrollar se cuenta al Estado como un agente colateral que brinda licencias, autorización y otorga concesiones. Posteriormente, la empresa privada será quien se encargará de llevar el proyecto adelante, contando con la participación de uno o varios agentes económicos que otorgan financiamiento para la mejora o construcción de dicho proyecto, compartiendo los riesgos y los beneficios logrados. No se trata de un contrato de financiamiento común pues envuelve un largo acopio de información, de evaluaciones técnicas y económicas entre otros análisis complejos (en adelante, estudios de viabilidad).

A diferencia de otros mecanismos de crédito utilizados habitualmente, el *Project Finance* se basa en la capacidad de generar fondos, los cuales deben ser suficientes para repagar los compromisos financieros adquiridos, devolver el capital invertido y proporcionar beneficios económicos a los promotores. Así, el *Project Finance* hace posible que los inversionistas acepten contribuir en acometimientos de inversión con un razonable grado de seguridad, debido en

(1) GÓMEZ, Cáceres y Juan, JURADO. *Financiación Global de Proyectos -Project Finance*. Pozuelo de Alarcón, 2001. p. 19.

(2) *Ibid.*; p. 20.

(3) GARICANO, Tomás y Mariano, OLMEDA. *El Project Finance o Financiación de proyectos*. p. 14. En: Materiales de Enseñanza del Curso *Prohect Finance*. dictada por el Dr. Ronceros en la UPC. Lima, 2003.

(4) GERSCOVICH, Carlos y Marcelo, TAVARONE. *Financiación de Proyectos*. p. 1. En: Materiales de Enseñanza del Curso *Prohect Finance*. dictada por el Dr. Ronceros en la UPC. Lima, 2003.

parte, a estudios de viabilidad, sustituyendo de este modo las tradicionales garantías, lo cual, a nuestro parecer, permite mantener altos niveles de inversión, tanto pública como privada de acuerdo al tipo de proyecto, que de otro modo no serían viables debido a las posibilidades de endeudamiento.

En términos prácticos, podemos identificar al *Project Finance* como un sistema de financiamiento que se sustenta básicamente en los beneficios o utilidades resultantes, en la viabilidad del proyecto a financiar, tanto en el aspecto técnico como en el económico. Por tanto, se basa en la capacidad para generar los recursos suficientes, incluso ante escenarios desfavorables, para garantizar el repago de sus obligaciones por sí mismo, ya que la decisión de acometerlo no está sujeta, en términos generales, ni a la capacidad financiera de los promotores ni al valor de los activos del proyecto, que serán garantías⁽⁵⁾.

En la estructura típica del *Project Finance*, el conjunto de promotores llevará a cabo la construcción de un determinado proyecto a través de la SPE, siendo esta la titular de los activos del proyecto. Es decir, se crea una persona jurídica autónoma de responsabilidad limitada, la cual asume los riesgos y responsabilidades.

Cuando el proyecto concluye, la SPE se encargará de operarlo por un tiempo determinado y recibirá los flujos de caja correspondientes de tal explotación. Para ello, el proyecto debe estar bien definido, ser autónomo y contar con una rentabilidad coherente con los riesgos que se han de tomar. Aquello que perciba la SPE permitirá que la misma recupere la inversión realizada en el proyecto y, asimismo, obtener un razonable margen de ganancia. Los financistas (aquellos que proporcionan el dinero) solo esperan asumir ciertos riesgos ya que, de lo contrario, el riesgo no estaría compensado con la rentabilidad a obtener. Como se define aquí: "La sociedad vehículo del proyecto es la forma jurídica independiente en la que se constituyen los accionistas y/o promotores del proyecto con el único y exclusivo objeto de ejecutar y realizar el proyecto en la realidad. Puede adoptar

cualquier forma jurídica, siendo la más habitual la equivalente a una sociedad anónima. Gracias a este vehículo, los accionistas solo arriesgan en el proyecto lo que aportan como capital, desligando el resto de su patrimonio del éxito o fracaso en la ejecución"⁽⁶⁾.

El proyecto requiere un largo período de maduración, con una importante inversión inicial y un grado de apalancamiento muy elevado. Así, desde el punto de vista financiero, el riesgo de los promotores se reduce a su aportación de capital y, en algunos casos, a determinadas garantías⁽⁷⁾. Se destaca entonces, una relación constante entre las expectativas de cobro que existen del proyecto y el auge del mismo. Esto hace que los socios de la SPE analicen el proyecto -valiéndose de asesores- para poder asegurar la correcta marcha del mismo y alejar al proyecto del fracaso⁽⁸⁾.

La SPE dispone de capital propio y puede estar constituida íntegramente por promotores privados quienes ejecutan el proyecto para posteriormente devolverlo al sector público. También podría estar constituido por promotores privados y públicos, en cuyo caso ambos sectores asumen los riesgos y éxitos del proyecto. Finalmente, podemos hablar también de una SPE integrada por capital únicamente público, en cuyo caso se obtiene los recursos en el mercado financiero. En este último caso, la construcción y explotación del proyecto los puede realizar tanto una entidad pública como una privada mediante una concesión administrativa.

La SPE del proyecto se constituye para llevar a cabo la ejecución y explotación del mismo y, por tanto, será la deudora de la financiación y la receptora de los flujos de caja a generar. Tiene como finalidad principal aislar los grandes riesgos que implica un proyecto de tal envergadura. En tal sentido, el riesgo financiero de los promotores queda reducido al aporte en el capital de la SPE, por lo que la única fuente de ingresos sobre la que recaerá la obligación de repago de la deuda será la capacidad de generar flujos de caja y los activos de la persona jurídica creada -aunque cabe señalar que los flujos de caja son la fuente principal siendo los activos una fuente complementaria⁽⁹⁾. En la

(5) PÉREZ DE HERRASTI, Ignacio. *Inversión en proyectos autofinanciados*. México D.F.: México D.F.: LIMUSA, 2000. p. 24.

(6) Véase: http://www.mediambient.bcn.es/cas/download/masu2_1.pdf.

(7) PÉREZ DE HERRASTI, Ignacio. *Op. cit.*; p.25.

(8) GERSCOVICH, Carlos y Marcelo, TAVARONE. *Op. cit.*; p.2.

(9) PÉREZ DE HERRASTI, Ignacio. *Op. cit.*; p.24.

constitución de la SPE, pueden participar todas las entidades que colaboran en el proyecto, sea por su carácter industrial y el aporte tecnológico -quienes aportan su experiencia además de capital- o por su vocación financiera -quienes prestan únicamente capital esperando una rentabilidad a largo plazo. Es decir, en el accionariado de una SPE suelen participar como socios todas aquellas personas jurídicas, que vayan a estar involucradas de forma directa en el proyecto y que, por tanto, tengan un interés claro en la evolución del mismo⁽¹⁰⁾.

Los medios de financiamiento que puede utilizar el *Project Finance* son diversos, desde préstamos bancarios hasta emisiones de bonos.

Con estas premisas de partida se puede entender que la forma jurídica natural de una SPE es la sociedad anónima (siendo también posible utilizar la figura de la sociedad de responsabilidad limitada) que, aunque la ley exige que el 25% del capital social esté suscrito.

Un requisito necesario al momento de emprender un *Project Finance* es el estudio de viabilidad. El estudio de viabilidad de un proyecto es el análisis de los ingresos y gastos esperados del proyecto para poder determinar datos como la rentabilidad del mismo, el plazo de recuperación de la inversión, etc. Ello implica también una evaluación de riesgos del proyecto como la exigibilidad del producto, los precios que se podrían conseguir, competitividad en el mercado, probabilidad de obsolescencia debido a la introducción de nueva tecnología alternativa que pueda poner en peligro incluso a las más cuantiosas inversiones. En un estudio de la viabilidad de un proyecto se analiza el costo de construcción; la disponibilidad y el costo de los servicios necesarios para el desarrollo del proyecto tales como gastos que se ocasionen por la utilización de energía, transporte de mercadería, materias primas, etcétera; facilidad de acceso a los potenciales mercados de nuestro producto; disponibilidad de todas las licencias y permisos respectivos; análisis de impacto medioambiental; riesgo político (sobre todo en los casos de proyectos públicos los cuales implican a concedentes, reguladores y a la misma población

que recibe el servicio); disponibilidad de seguros de riesgos del proyecto entre otros.

También se debe tener en cuenta que el ordenamiento jurídico internacional, ha dado un lugar cada vez más importante -con normas más exigentes y restrictivas- al tema de los riesgos ambientales entre otros, estableciendo una serie de requisitos que debe de cumplir el proyecto antes de su ejecución.

3. Características

Para determinar los rasgos principales, debemos tener en cuenta el núcleo principal de un *Project Finance*. Cabe señalar que cada sector concreto añade sus propias particularidades en la utilización o estructuración del mismo, por ejemplo el sector energético o el de infraestructuras⁽¹¹⁾.

a) Debe ser un proyecto adecuado, viable y rentable por sí solo ya que la financiamiento del mismo se organiza considerando las características del mismo y su capacidad para generar flujos, y no la garantía de sus socios.

b) Debe tratarse de un proyecto que cuente con fondos propios escasos y que requiera de una fuerte inversión inicial. Se suele tratar de proyectos que tienen entre un 15% y un 35% de su inversión financiado con recursos propios. Asimismo, deben ser proyectos con un largo período de desarrollo para lograr alcanzar una adecuada rentabilidad⁽¹²⁾.

c) Como acabamos de señalar, se utiliza en proyectos de gran envergadura, intensivos en capital y a largo plazo. Los fondos con los que se pretende financiar un proyecto tal se obtienen sin tomar en cuenta la garantía de sus promotores, quienes solo responden con lo aportado a la SPE (financiación pura, sin recurso alguno). En un *Project Finance* puro, los socios promotores solo arriesgan su aportación de capital. Sin embargo, como ya hemos señalado, la mayoría de los *Project Finance* no son puros y terminan por añadir garantías, los flujos de caja (recurso limitado).

d) La generación de flujos de caja debe ser la suficiente como para atender el pago de la deuda principal, la remuneración correspondiente a los

(10) Véase: http://www.mediambient.bcn.es/cas/down/masu2_1.pdf.

(11) GÓMEZ, Cáceres y JURADO, Juan. *Op. cit.*; p. 21.

(12) *Ibid.*; p. 22.

financistas e inversores y además, dejar una ganancia considerable⁽¹³⁾.

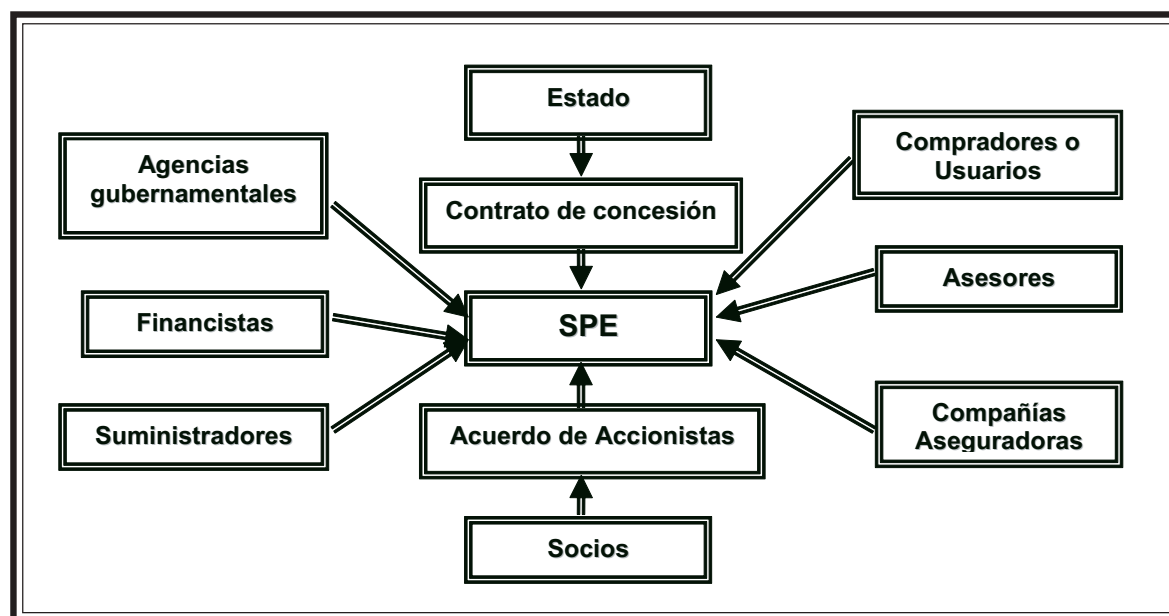
e) La SPE es titular de los activos del proyecto, quien debe gestionar su mantenimiento y buen uso. También es la encargada de firmar los contratos necesarios para la construcción, suministro, operación, mantenimiento y venta de los productos o servicios del proyecto.

f) Además, este tipo de proyectos implique elevados costos de análisis y estudios previos,

documentos que hagan vendible el proyecto a inversores y financistas tanto locales como mundiales.

4. Sujetos participantes

Esquema de un los sujetos intervinientes en un Project Finance desarrollado en el ámbito público⁽¹⁴⁾.



4.1. Socios

4.1.1. Promotores

Es importante saber que en cuanto mayor sea el número de socios, mayor será la dificultad para unificar criterios y objetivos, los cuales deberán estar esclarecidos y perfectamente definidos antes de iniciar el proyecto. La SPE es la propietaria de los activos del proyecto y será la tomadora de la financiación externa. Los socios promotores (en adelante, los promotores) no asumen más responsabilidad que las que alcanzan sus aportes al capital social. Por tanto, son quienes impulsan el proyecto para ser llevado a cabo mediante un *Project Finance*.

4.1.2. Industriales

Son aquellos que pueden o no aportar el capital pero siempre es necesario que aporten el *know-how* dado que promueven o lanzan el proyecto empresarial, presentan el plan de trabajo y desarrollan el proyecto. Tienen vocación de permanencia en los proyectos que inician dado el valor de su aporte. La disponibilidad de financiamiento dependerá de la capacidad de los promotores industriales para convencer a los bancos y otros entes financieristas de que el proyecto es seguro y viable⁽¹⁵⁾.

Los socios industriales deben señalar que el proyecto implica la generación de un producto a través de procesos tecnológicos válidos y que las

(13) Fuente: Entrevista con el Dr. Miguel Ángel Ronceros y el Grupo de Investigación *ius et veritas*.

(14) Esquema basado en el material de enseñanza del curso de *Project Finance* del Dr. Miguel Ángel Ronceros.

(15) PÉREZ DE HERRASTI, Ignacio. *Op. cit.*; p. 32.

condiciones medioambientales también son las correctas. Deben también convencer a los inversionistas de que la generación de flujos será de tal envergadura que podrá cubrir con facilidad los gastos operativos realizados, la deuda contraída y que aun así dejara una rentabilidad bastante amplia.

4.1.3. Financieros

Generalmente, son personas jurídicas con una calificación técnica avanzada y con solvencia económica. Buscan la rentabilidad a largo plazo del proyecto. Aportan fondos convirtiéndose en propietarios de la firma en el porcentaje que corresponda a su aportación respecto el total del capital aportado, obteniendo así el derecho a disfrutar de los beneficios económicos que se pueden obtener por el negocio.

Son acreedores (en adelante, inversionistas o *sponsors*) del proyecto, asumen parte del riesgo y del éxito del mismo que se emprende impulsados fundamentalmente por el flujo de caja esperado del proyecto. El flujo de caja es esencial para el otorgamiento del financiamiento y el repago del mismo. Para ello, es importante la seguridad que brindan los asesores acerca de la viabilidad del proyecto ya que se requiere analizar los factores potencialmente adversos al mismo⁽¹⁶⁾. Los inversionistas requieren dichas seguridades que pueden ofrecer los asesoramientos dado que están financiando negocios que aún no tienen una historia operativa y, como es comprensible, los socios financieros deben tener la garantía de que los proyectos en los que invierten cubren los gastos operativos, sirven para cubrir la deuda del proyecto en sí y que además generan una interesante rentabilidad. Como ya se ha señalado, es muy difícil -sino imposible- que existan proyectos financiados de modo independiente, solo respaldándose en el proyecto mismo y sin el soporte crediticio de los promotores.

“La meta final del financiamiento de proyectos es obtener los créditos necesarios con los que el promotor del proyecto logra su objetivo sin comprometer sus propias garantías; es decir, sin aumentar sus pasivos. Ello se puede lograr si se compromete la garantía de una tercera parte

para sostener la transacción, en cuyo caso, ese también se convierte en socio del proyecto”⁽¹⁷⁾.

4.2. Financistas

El financiamiento depende del desempeño esperado de un proyecto específico el cual, en el caso del *Project Finance* siempre va a ser complejo en tanto involucra analizar una serie de contratos que se relacionan entre sí y en todos los casos se trata de proyectos de gran envergadura⁽¹⁸⁾. Quien recibe el dinero para el proyecto no son los *sponsors* sino que lo recibe directamente la SPE. Lo que analizan los bancos es el respaldo que tiene el proyecto por parte de los *sponsors*. En la práctica el *Project Finance* es un tipo de financiamiento con recurso limitado. Así, los bancos exigirán analizar la viabilidad del proyecto, los flujos futuros, garantías que serán otorgadas, temas comerciales (demanda, tecnología, materiales, mano de obra), temas legales (servidumbres, expropiación, revisión del contrato de concesión, riesgo político, estudios ambientales, límites bancarios, entre otros).

La disponibilidad de financiamiento dependerá de la capacidad de los promotores para convencer a los bancos que el proyecto es económica y técnicamente posible. Para ello, por lo general, los bancos y demás financistas solicitan opinión independiente de consultores y asesores técnicos quienes analizan si el proyecto es capaz de generar beneficios.

Por lo tanto, los financistas van a requerir ciertas seguridades. Tal como nos señala Miguel Ángel Ronceros, el flujo de caja futuro es el principal activo que el banco analiza y toma en cuenta. El prestamista requiere que se asegure que el proyecto estará operativo; que una vez que el proyecto este operativo será capaz de cubrir gastos operativos del proyecto (aquellos que se requieren para que el proyecto pueda seguir funcionando) y el servicio de deuda (que implica el repago de las cuotas periódicas que se deben hacer para cubrir el préstamo del financiamiento del proyecto). Todo ello, además de generar una rentabilidad que compense los altos riesgos del proyecto.

En algunas ocasiones, los bancos deciden obtener una participación en el capital de la SPE,

(16) JASAU, Oscar. Financiamiento de Proyectos. p. 23.

(17) *Ibid.*

(18) GERSCOVICH, TAVARONE Carlos, Marcelo. *Op. cit.*; p. 1.

En términos prácticos, podemos identificar al *Project Finance* como un sistema de financiamiento que se sustenta básicamente en los beneficios y utilidades resultantes, en la viabilidad del proyecto a financiar, tanto en el aspecto técnico como en el económico

además de su función de financistas convirtiéndose así en socios⁽¹⁹⁾.

4.3. Aseguradores

Se encargan de limitar los riesgos a asumir por los promotores y entidades financieras tanto durante el período de construcción como durante el período de explotación del proyecto. Los principales riesgos que se aseguran son: riesgo de construcción, responsabilidad civil contractual y extracontractual e indemnizaciones.

Todo prestamista pretende que el proyecto en el que ha de invertir esté lo menos sujeto a posibles fluctuaciones propias del mercado. Por ello, tratará de que tanto los costos como los ingresos previstos estén lo suficientemente garantizados como para no tener desviaciones que pudieran provocar la quiebra del proyecto⁽²⁰⁾.

4.4. Agentes gubernamentales

Tanto los proyectos privados y, con mayor razón los públicos requieren de una u otra forma de la intervención de distintos agentes gubernamentales para el correcto y eficaz desarrollo a través del *Project Finance*. El Estado interviene en un proyecto público a través de las concesiones que otorga. Por ende, agentes gubernamentales son aquellos organismos del Estado que se encargan de emitir bonos o dar concesiones vinculados con el tipo de procedimiento que se requiere según sea el caso.

Por ejemplo, para construir un puente o carretera, la principal intervención estatal sería la del Ministerio de Transportes y Comunicaciones.

4.5. Suministradores

Un rol muy importante para la operatividad y construcción es el realizado por los suministradores, quienes proveen insumos o materias primas. Estos participantes son los encargados -mediante la celebración de un contrato de suministro- de asegurar la disponibilidad de las materias primas indispensables y de la fijación de su precio en el mercado, a lo largo del tiempo que dure el proyecto. Asimismo, se debe señalar que estos proveedores de insumos eventualmente pueden participar como socios del proyecto.

4.6. Compradores o usuarios

La viabilidad de un proyecto financiado a través de un *Project Finance* se basa en la presencia de estos participantes. Es decir, es indispensable para la realización de todo proyecto que se hayan identificado quienes van a ser los compradores del producto o servicio que genere el proyecto. Asimismo, los compradores del producto final o usuarios del servicio a prestar -mediante el contrato *take or pay*- son los que garantizan el reintegro del costo de la inversión.

4.7. Asesores

El *Project Finance* es un mecanismo de financiación bastante complejo, lo cual implica contar con una serie de asesores con la finalidad de calcular y controlar todos los riesgos de manera anticipada y eficiente para mantener la confianza de los inversionistas y las entidades financieras en el proyecto. En este sentido, es vital que los consultores analicen la viabilidad del proyecto⁽²¹⁾.

Según hemos dicho ya, la SPE no dispone de recursos para garantizar su solvencia, entonces, son los bancos o instituciones financieras los que deciden invertir en el proyecto. Para ello, deben asegurarse que el mismo sea sólido y coherente, para lo que contratarán todo tipo de asesores que certifiquen que dicho proyecto es factible técnicamente, que la instrumentación jurídica sea la correcta (que esté

(19) AGUSTI, Fil. p. 28.

(20) CLIFFORD, Chance. *Project Finance*. Londres: IFR Publishing Ltd. p. 15.

(21) *Ibid.*; p. 14.

ausente de lagunas y que se respeten los distintos derechos involucrados) y que la legislación actual no establezca disposiciones contrarias a dicho proyecto. El asesoramiento es necesario en todas las secciones del proyecto, motivo por el cual debemos contar con⁽²²⁾:

a) Asesores de ingeniería:

Quienes realizan el estudio técnico que permitiría la evaluación de la viabilidad del proyecto, el rendimiento esperado y los posibles riesgos de explotación.

b) Asesores de impacto ambiental:

Quienes analizan las consecuencias que podría tener el proyecto en la sociedad y en el ambiente de no realizarse siguiendo determinadas medidas de seguridad y precaución. Tiene como objetivo preservar en óptimas condiciones el suelo, evitar el ruido (contaminación acústica) y preservar en buenas condiciones todos los recursos naturales. El asesor ambiental debe presentar un informe que justifique adecuadamente el proyecto ante la opinión pública. Debe evaluar los efectos positivos y negativos que el proyecto va a generar en el medio ambiente, con independencia de los intereses de los promotores. Debe definir aquellas medidas que sean correctoras o preventivas para la reducción de impactos.

c) Asesores financieros:

Quienes realizan el estudio de la rentabilidad del proyecto, evalúan los riesgos económicos y financieros que envuelve el proyecto y desarrollan un plan de financiación. Ellos brindan independencia, seguridad, confianza y neutralidad en las relaciones entre las entidades financieras y los promotores.

d) Asesores jurídicos:

Quienes absuelven consultas en todos los aspectos legales y fiscales que afecten a la operación en sí misma. Toda operación del *Project Finance* requiere de una opinión legal que evalúe fehacientemente todos los aspectos legales, fiscales y el marco legislativo que envuelve al proyecto. Los inversionistas para evaluar su participación en el proyecto no solo se centran en la rentabilidad del mismo, sino también las contingencias y efectos jurídicos que traería su participación en dicho proyecto.

5. Ámbitos de aplicación

El ámbito de aplicación del *Project Finance* es amplísimo. Puede ser utilizado por proyectos exclusivamente privados, como por aquellos llevados a cabo por el sector privado mediante una licencia administrativa o una autorización para construcción de un gran centro comercial. En cambio, en un *Project Finance* con proyecto público en una concesión del Estado, son totalmente públicos (estatales)⁽²³⁾ debido al objeto de la concesión, como la construcción de un aeropuerto o la explotación de una mina.

El *Project Finance* comenzó a aplicarse en sectores básicos como el de hidrocarburos pero actualmente se ha convertido en un sistema frecuente y normal. Hoy en día es utilizado de forma sistemática para todo tipo de actividades: autopistas, grandes puentes y túneles, aeropuertos, minería, telecomunicaciones, agua y desagüe y otros que suponen un importante impulsador de la economía de un país. Si a ello unimos que uno de los parámetros macroeconómicos básicos sobre el que se sustenta hoy en día toda actuación gubernamental es el control y reducción de los niveles de déficit público, nos encontramos ante la necesidad de llevar a cabo grandes inversiones sin incrementar el endeudamiento, ya sea mediante financiamiento directo, ya sea mediante aportación de garantías por parte del Estado⁽²⁴⁾.

Es decir, gracias al *Project Finance*, se cubren necesidades indispensables cuyos costos de construcción, mantenimiento, explotación y supervisión ya no son viables con los sistemas tradicionales anteriormente mencionados. Sin embargo, es preciso señalar que solo los proyectos con un nivel de riesgo muy bajo pueden ser parte de este modelo de financiamiento.

Existen muchas empresas que requieren inversiones en capital elevadas y no tienen suficientes recursos para hacerlo, es entonces y por lo que aparece este financiamiento privado de infraestructuras.

Supongamos que deseamos construir un puente. Se trata de un proyecto de gran envergadura y el Estado no cuenta con los suficientes recursos como para financiar el

(22) PÉREZ DE HERRASTI, Ignacio. *Op. cit.*; p. 33.

(23) Véase: http://www.mediambient.bcn.es/cas/down/masu2_1.pdf.

(24) PÉREZ DE HERRASTI, Ignacio. *Op. cit.*; p. 21.

proyecto en su totalidad. Entonces, los distintos asesores se encargarán de un exhaustivo estudio del proyecto para asegurar que éste es técnico y económicamente viable. Luego de ello, se acude a los bancos (como financistas) y a distintas empresas que podrían participar como socios del proyecto para solicitar financiación con la única garantía de los ingresos que el puente deberá generar en el futuro. Por lo que, el Estado (como socio industrial) creará una sociedad anónima (la SPE) junto a socios financieros -por ejemplo, una empresa constructora-, apoyado financieramente por financistas -bancos- quienes invertirán en el proyecto, impulsados por el flujo de caja esperado del proyecto. Estos socios financieros y los financistas también han debido solicitar la opinión de distintos consultores a fin de analizar si invertir en tal proyecto es beneficioso y seguro.

Ahora, también cabe la posibilidad que el Estado entregue dicho proyecto en concesión a cambio de determinadas regalías -entre otros beneficios- a una empresa constructora y sea esta la que cree la SPE junto a otros socios. En este último caso, la labor del Estado se limita a un rol fiscalizador y regulador para evitar se atente contra la seguridad de la población y se respeten las pautas del contrato de concesión.

Al momento en que la sociedad empieza a recibir utilidades del puente construido (por ejemplo, el peaje), los flujos de caja, esto es, las ganancias, se utilizarán para pagar adecuadamente a todos aquellos que invirtieron en la realización del proyecto.

Una vez que el puente empieza a operar (cobro de peaje), automáticamente se reduce el riesgo. La tasa de interés en la etapa de construcción es más elevada que en la etapa de aprovechamiento.

El éxito del proyecto asegura beneficios para el Estado, es decir; para todas las personas y sujetos que intervienen en un proyecto como este. La manera más adecuada para asegurar el éxito de un proyecto tal es coordinar esfuerzos y cooperar (esto implica a todas las partes involucradas). En la medida que todas las partes colaboren facilitándose la información y conocimientos que tengan, se podrán tomar decisiones organizadas y adecuadas a las necesidades reales del proyecto, lo cual, evidentemente, concluirá con un gran beneficio.

Para que un proyecto sea exitoso debe tener como fin captar promotores que otorguen las

menores garantías posibles y suficientes terceras personas, quienes sostendrán la transacción a fin de que los financistas se sientan satisfechos y seguros al aceptar el riesgo crediticio.

El hecho de utilizar un sistema de concesiones no solo representa un gran negocio para inversionistas privados sino que a la vez beneficia al Estado. Elegir correctamente a los sujetos que se van a ver implicados en un proyecto de tal envergadura es la clave para lograr una efectiva preparación de esquemas contractuales atenuación de riesgos y así lograr el mayor beneficio para todos.

6. Sistema de riesgos

Después de revisar los primeros conceptos del *Project Finance*, sabemos que existen cierto tipos de riesgo que deben ser calculados antes de desarrollar un proyecto. Es una tarea fundamental que se debe llevar a cabo en los primeros estadios del financiamiento a través de la identificación y asignación de los riesgos que el proyecto este origine. Dado que estos riesgos no pueden ser eliminados completamente, los promotores siempre deberán buscar distribuirlos entre todos los sujetos participantes del proyecto. En este sentido, se sabe que la manera más eficiente de distribuir los riesgos es repartiéndolos entre todos aquellos participantes que se encuentran en una situación tal que les permita, o bien controlarlos, o eventualmente atenuarlos mediante la utilización de una serie de instrumentos jurídicos, tales como las pólizas de seguro, los acuerdos financieros, el uso de contratos técnicos y financieros; entre otros.

Por lo tanto, una evaluación defectuosa de los riesgos, así como una asignación incorrecta de estos, normalmente causa resultados negativos en el desarrollo del proyecto; que pueden ser de diverso tipo, como por ejemplo: los retrasos en la construcción y utilización de las instalaciones; costos económicos y sociales; entre otros. Aunado a esto, es de notar que el nivel de riesgos no suele ser siempre el mismo, pues normalmente varía a lo largo de la vida del proyecto, sobre todo en las fases de construcción y de explotación. Por ello, consideramos que esta problemática debería ser analizada de manera casuística, vale decir, examinando caso por caso las características de cada proyecto en particular.

De manera general, se suele clasificar los riesgos atendiendo al momento en que se

presentan en la ejecución del proyecto. Así, se han distinguido los siguientes:

6.1. Riesgos de desarrollo

Cabe mencionar que los riesgos de desarrollo, vienen a ser aquellos riesgos soportados por los promotores. Aún cuando la cuantía económica del riesgo en esta etapa del proyecto no sea muy importante, el riesgo de que el proyecto no llegue a buen término es grande y aumenta cada día que pasa.

Por consiguiente, para evitar que se originen riesgos en esta etapa, se deberá realizar un estudio de viabilidad, buscando la participación tanto de especialistas tecnológicos, medioambientales, legales así como financieros para minimizar el desarrollo del riesgo en esta etapa. Es así que, por más que en esta etapa la colaboración de especialistas aumente el costo del estudio de viabilidad, este valdrá la pena ser asumido, pues puede evitar muchos problemas además de mayores costos en un futuro.

6.2. Riesgos de construcción

La construcción suele presentarse como una etapa en la cual surge una confrontación directa entre los intereses de las entidades prestamistas y los de los contratistas. En ese sentido, debe señalarse que usualmente el origen de estas discusiones es el diferente punto de vista que unos y otros tienen con relación a la asignación del riesgo de construcción. Es así, que los contratistas interpretan la asignación del riesgo como un medio para maximizar la eficiencia y minimizar los costos globales del proyecto; mientras que las entidades prestamistas a menudo tratan y consiguen imponer la mayor parte de los riesgos al contratista. La disponibilidad, el costo de materiales; y mano de obra capacitada y adecuada para la construcción del proyecto constituyen también cuestiones que deberán ser analizadas con debida antelación⁽²⁵⁾. La asignación de riesgos en un *Project Finance* tiene que ser negociada mucho más cuidadosamente que en un contrato de construcción típico. Es importante tener en cuenta el hecho de que el contrato de construcción es solo uno de los muchos contratos que tienen que suscribirse en un *Project Finance*. Por ello, las negociaciones pueden

ser largas y, por lo tanto, costosas, la fuerza de la negociación está normalmente del lado de los bancos, ya que, si surgen problemas, suele ser más fácil para los promotores buscar un nuevo banco.

Para mitigar el riesgo en el periodo de construcción, el primer paso a efectuar debería ser que la petición de oferta sea tan clara y precisa como sea posible, incluyendo la posibilidad de aclaraciones. La elección no debe hacerse basándose necesariamente en el precio más bajo, sino en la oferta más ventajosa, tomando en consideración otros factores, como plazo de entrega, eficiencia de los equipos, disponibilidad de servicio y repuestos, entre otros.

6.3. Riesgos de operación y mercado

En principio, es necesario analizar las circunstancias que pueden suponer riesgos de este tipo, como, por ejemplo, la existencia o no de un mercado local o internacional para el producto, la apertura a los mercados en términos de acceso de transporte y comercial, experiencia en la operación de las instalaciones, entre otras; buscando así las vías pertinentes para minimizar estos riesgos.

Las medidas más eficaces para mitigar este tipo de riesgos son de naturaleza contractual. Por lo que, el objeto de estos mecanismos contractuales es reducir el riesgo, garantizando un mercado para el producto a un precio especificado que permita cubrir los costos operativos y el servicio de la deuda.

El riesgo operativo se refiere a los costos de mano de obra, mantenimiento del proyecto, uso de tecnología, provisión de materiales, comercialización de los bienes o servicios brindados mediante el proyecto, etcétera⁽²⁶⁾. Estos riesgos que pueden afectar al costo de la operación, a la capacidad de producción o a la calidad del producto y, como consecuencia, a los flujos de caja del proyecto.

Cabe indicar que dos aspectos son básicos para el éxito del proyecto: la operación y el mantenimiento de las instalaciones. Sin embargo, los contratos que se ocupan de estos importantes aspectos no obtienen a menudo la atención que merecen, tanto así que la operación y el mantenimiento son frecuentemente el punto débil en una serie de contratos. Es por ello que, si las instalaciones no son adecuadamente operadas y

(25) GERSCOVICH, Carlos y Marcelo, TAVARONE. *Op. cit.*; p.125.

(26) *Ibid.*; p. 123.

mantenidas, no se podrán obtener los flujos de caja necesarios para el éxito del proyecto.

La operación y el mantenimiento pueden ser llevados a cabo por la misma o por distintas empresas; en cualquier caso, ambas son funciones importantes y, en el caso de que estos contratos se otorguen a empresas externas, se debe prestar especial atención a la selección de las empresas y la redacción de los correspondientes contratos.

6.4. Riesgos financieros

Entre las medidas que pueden tomarse para reducir los riesgos financieros pueden mencionarse los contratos de cobertura contra cambios en el tipo de cambio de la moneda. Cabe señalar que el problema principal para la obtención de financiamiento en moneda local es la falta de capacidad de los mercados de capitales de muchos países en desarrollo.

Eventualmente, el riesgo de convertibilidad subsiste, a no ser que la moneda local pueda ser inmediatamente transformada en la divisa del préstamo y situada en una cuenta especial, preferiblemente fuera del país. Aquel país receptor puede administrar una garantía de convertibilidad a las entidades prestamistas, si esta garantía es o no satisfactoria, dependerá de la evaluación de la situación financiera y de la credibilidad del país receptor.

6.5. Riesgos políticos

Cabe mencionar que si los acontecimientos políticos hacen inviable el proyecto, el gobierno debería soportar los costos asociados. Sin embargo, muchos gobiernos se muestran reacios, llegado el caso, a soportar estos costos; es decir que los riesgos que normalmente cubren las pólizas para proteger el proyecto contra pérdidas resultantes de la acción del gobierno son las siguientes: violencia política (guerra, terrorismo, revolución, etcétera), seguro de no convertibilidad de moneda, cancelación de licencia, confiscación, expropiación y nacionalización.

La decisión de realizar una inversión fuera del país mediante un *Project Finance* implica tener en cuenta una serie adicional de riesgos. Es necesario evaluar el grado de estabilidad social y política,

así como el nivel de desarrollo económico, legal e institucional del país que acoge el proyecto.

Los principales riesgos políticos son los siguientes: riesgos de permisos, concesiones y licencias; de expropiación o nacionalización del proyecto por parte del gobierno; expatriación; no disponibilidad de cambio de moneda extranjera; transferencia de moneda; cambios políticos en el gobierno anfitrión; entre otros.

Cabe señalar que el riesgo político nunca desaparece ya que este continúa latente ante la posibilidad de un cambio inesperado a causa de determinadas decisiones por parte del gobierno. Por consiguiente, será indispensable recurrir a una serie de mecanismos para prever y atenuar las consecuencias que de dichas decisiones se originen. Como convenios de estabilidad jurídica, claro que siempre será cuestionable su firmeza a lo largo de los cambios de gobierno de los países en los que se invierta por el proyecto.

6.6. Riesgos legales

Las entidades prestamistas deben familiarizarse con las características del sistema legal del país receptor y con los riesgos legales desde las etapas iniciales del proyecto.

Debido al carácter del *Project Finance* como una forma de financiar un proyecto sin recurso o con recurso limitado a los promotores, es esencial estudiar en profundidad el sistema legal del país en el que el proyecto se va a desarrollar⁽²⁷⁾.

En principio, existen ventajas en adoptar los sistemas de *Common Law* frente a los sistemas de *Civil Law*, ya que los primeros son más flexibles y permiten que cada parte especifique exactamente en el contrato sus derechos y obligaciones. Además, la mayor parte de las figuras legales de *Project Finance* se han desarrollado en sistemas de *Common Law*. En cualquier caso, no importa el sistema legal que se utilice, una cuestión importante es el buen entendimiento de todos los términos de los contratos.

6.7. Riesgos medioambientales

En particular, el estudio de la posible contaminación del terreno se debe emprender, en cualquier caso, antes de la compra de este,

(27) AZPITARTE MELERO, Marta. *Análisis de riesgos en Project Finance*. p. 57. En: Materiales de Enseñanza del Curso *Project Finance* dictado por el Dr. Ronceros en la UPC. Lima. 2003.

especialmente si actividades anteriores desarrolladas en dicho terreno apuntan a una posible contaminación. Del mismo modo, los riesgos medioambientales pueden atenuarse tomando algunas medidas, como por ejemplo el conocimiento de la legislación medioambiental del país receptor.

Sin embargo, en ciertas ocasiones, los criterios utilizados por las organizaciones multilaterales u otros acreedores del proyecto para la protección del medio ambiente suelen ser más exigentes que los establecidos por la legislación local, sobre todo cuando el proyecto se ejecuta en un país menos desarrollado.

Las consecuencias del daño ambiental pueden ser sumamente serias, no solo para el medio ambiente en sí sino porque, además, pueden generar efectos patrimoniales altamente gravosos para los *sponsors*, para la SPE y hasta para los acreedores, tanto en la etapa de construcción como en la de operación del proyecto⁽²⁸⁾.

Si bien resulta difícil prever los futuros cambios en materia de legislación sobre el medio ambiente, buena parte de las consecuencias ambientales del proyecto pueden ser previstas mediante un estudio sobre su impacto ambiental, el cual deberá ser llevado a cabo por expertos en la materia.

7. Bases contractuales

Una vez mencionados los riesgos, nos corresponde analizar las bases contractuales propias del *Project Finance*, las cuales consisten en una serie de contratos relacionados entre sí, los cuales son celebrados entre los diversos participantes del proyecto y funcionan como mecanismos para desplazar los riesgos hacia los agentes más capacitados para evaluarlos y controlarlos.

Es justamente esta compleja dinámica contractual la que da a la SPE un carácter peculiar, el cual radica en la importancia prioritaria de los mecanismos contractuales y financieros que vinculan a los diversos participantes del proyecto

y que constituyen algo más que una simple serie de pactos bilaterales independientes⁽²⁹⁾.

7.1. Conexidad

Cuando nos referimos a los “contratos conexos” no estamos haciendo alusión a una vinculación en virtud de una mera relación de accesoriedad, ya que esta es solo una de las tantas maneras en las que un contrato se puede conectar con otro. En consecuencia, todos los contratos conexos pueden resultar igualmente importantes entre sí, y el vínculo existente entre ellos estará dado por una cuestión funcional, que hace necesaria la implementación conjunta y la coordinación de cada uno de ellos⁽³⁰⁾.

De esta manera, es posible que las eventualidades que se generen en la ejecución de algunos de los contratos, incidan en el desarrollo de los demás acuerdos que integran este complejo esquema de contratación, siendo un ejemplo típico la comúnmente usada cláusula del incumplimiento cruzado o *cross default*⁽³¹⁾.

Asimismo, muchas veces pudiera resultar que la ineficacia de alguno de los contratos determine la de otro u otros contratos conexos, cuando la finalidad práctica solo pueda ser alcanzada mediante la ejecución del conjunto de acuerdos que conforman el esquema de financiación del proyecto, de tal manera que la invalidez de uno hará que los restantes no puedan subsistir sin él.

Por último, es necesario que todos los contratos que integran esta compleja estructura convencional sean interpretados de manera coherente y coordinada, teniendo siempre presente la globalidad de la operación y los fines a los que apunta el proyecto.

7.2. Contingencias

Como ya se ha señalado, este conjunto de mecanismos contractuales está diseñado para asignar los diversos riesgos implicados en la operación a los participantes que se encuentren en mejores condiciones para evaluarlos y soportarlos, ya que de otra manera se produciría una pérdida de eficiencia.

(28) *Lightrness, A borrower's view... Op.cit.*; p. 346.

(29) BREALEY, Richard, Ian, COOPER y Michel, HABIB. *Project Finance para financiar inversiones en infraestructuras* (Parte I). p. 31.

(30) GERSCOVICH Carlos y Marcelo, TAVARONE. *Op. cit.* p. 26.

(31) GERSCOVICH Carlos y Marcelo, TAVARONE señalan que la cláusula de incumplimiento cruzado hace que el incumplimiento de un contrato por parte del deudor sea considerado como incumplimiento de otros contratos, dando así derecho a sus co-contratantes en dichos contratos a resolver el contrato por ese incumplimiento. p. 52 y 53.

A continuación, analizaremos brevemente las diversas formas de distribuir el riesgo a través de los mecanismos contractuales de los proyectos:

a) De ejecución, explotación y mantenimiento de la obra

Son riesgos soportados por el promotor de la obra normalmente a través de un contrato de gestión de instalaciones que incluye garantías de que éstas se construirán y explotarán con arreglo a las especificaciones establecidas en el mismo.

b) Por exceso de plazo y presupuesto

El contratista principal es el más capacitado para garantizar que la construcción se terminará cumpliendo el plazo y presupuesto establecidos, por lo que normalmente celebrará un contrato en el cual se establezca un precio fijo con penalidades por retrasos así como el otorgamiento de una fianza que garantice la ejecución del proyecto.

c) De abuso de posición monopólica

Existen casos en que los proyectos tienen un proveedor principal, el cual podría en algún momento abusar de su posible posición monopólica. Por tanto, se celebra usualmente un contrato en el que el proveedor principal garantice que esto no sucederá y que además prestará sus servicios de manera eficiente.

Por ejemplo, si la SPE es una gran adquirente de electricidad procedente de un monopolio público, celebrará con este un contrato de suministro a largo plazo en el que se establecerá normalmente un precio fijo o indexado por la inflación o por alguna otra variable que afecte los resultados del proyecto. La SPE podría exigir a la empresa pública que le compense en caso incumpliera los términos del suministro de electricidad⁽³²⁾.

d) De ventas

Cuando los clientes potenciales del producto generado por el proyecto sean pocos, el riesgo de ventas suele transmitirse a estos mediante contratos de largo plazo, que suelen incluir una cláusula de penalización por resolución o mediante pactos que obligan al cliente a un mínimo de utilización de las instalaciones. Por otro lado, cuando exista una multitud de clientes, como el caso de las carreteras con peajes, no es posible celebrar este tipo de contratos a largo plazo, por lo que la única forma de atraer financiación puede

ser la garantía de un pago mínimo a los inversionistas por parte del Gobierno⁽³³⁾.

e) Vinculados a la concesión

En el contrato de otorgamiento de la concesión, por medio del cual el Estado atribuye a la SPE el derecho de construir y explotar las instalaciones, debe contemplarse la obligación del Estado de construir las instalaciones de apoyo que sean necesarias para el desarrollo del proyecto, como lo son las carreteras de acceso, caminos, instalaciones portuarias, entre otros.

7.3. Clasificación

Podemos clasificar los distintos contratos que integran la estructura del *Project Finance* en tres bloques:

- a) Contratos de Concesión.
- b) Contratos Técnicos.
- c) Contratos Financieros.

7.3.1. Contratos de concesión

Si bien no se descarta la existencia de financiamiento de proyectos en las cuales intervenga el sector privado directamente, lo normal es que las obras de mayor envergadura sean obras de infraestructura cuya construcción y explotación hayan sido delegadas por el Estado a privados a través de contratos de concesión. Siendo este un contrato entre la SPE y el Estado, mediante el cual éste le otorga a la primera esencialmente una licencia para la construcción o mejoramiento de una obra o el uso y explotación de una ya existente.

Así, la concesión implica que el Estado contrate con una empresa privada para la realización de la obra, sin que luego aquel pague en forma directa el precio de la obra en cuestión, ya que la empresa privada es remunerada mediante el otorgamiento de la explotación, por un plazo determinado, de la obra construida⁽³⁴⁾.

Se debe señalar que el periodo de vida de este proyecto, debe ser un periodo de tiempo que asegure a los financistas poder recuperar el crédito otorgado y a los accionistas obtener un beneficio por la inversión realizada. El contrato de concesión puede celebrarse en diferentes modalidades entre las cuales se destacan las modalidades BOT y BOOT.

(32) BREALEY, Richard, Ian, y Michel, HABIB. *Op. cit.*; p. 36.

(33) *Ibid.*; pp. 36 y 37.

(34) GERSCOVICH. p. 29.

7.3.1.1. Modalidad BOT

La modalidad BOT (*build, operate, transfer* - construir, operar y transferir) se utiliza cuando la infraestructura existe y se entrega al concesionario para que sea mejorada y mantenida. En este tipo de transacción, todas las mejoras que se realicen en el período que el concesionario permanezca con la posesión del proyecto son de propiedad del concedente, del Estado.

Así, como bien señala de los Heros:

“(…) Con un esquema BOT el concesionario construye y mantiene las obras o mejora necesarias, opera la infraestructura o presta los servicios de la concesión, pero no es propietario de la concesión⁽³⁵⁾. Los contratos tipo BOT establecen que a medida que las obras o mejoras son terminadas el concesionario le transferirá, éstas pasan a ser dominio del Estado (cuando se trata de bienes inscribibles, estos se registran inmediatamente después de construidos o instalados)”.

En concordancia con lo indicado, se debe señalar que todas las mejoras, la más característica de este tipo de contratos, es que el concesionario no puede gravar los bienes de la concesión, ya que es solo un poseedor del proyecto durante un período de tiempo determinado.

Ahora bien, es importante indicar que en el Perú se han celebrado contratos de modalidad BOT para la construcción de la ampliación de las infraestructuras del Aeropuerto Jorge Chávez y de ferrocarriles del centro y sur del país⁽³⁶⁾.

7.3.1.2. Modalidad BOOT

En las transacciones celebradas bajo el esquema BOOT (*build, own, operate and transfer* - construir, propiedad, operar y transferir-), el particular se encarga de diseñar, construir y mantener una infraestructura. Es decir a diferencia de la modalidad BOT no hay una infraestructura preexistente. En este tipo de contratos se establece que la infraestructura es de propiedad del concesionario durante el plazo de la concesión, luego del cual está obligado a transferir la propiedad del proyecto al Estado⁽³⁷⁾.

Se debe señalar que al ser la infraestructura propiedad del concesionario durante el plazo de la concesión, este para conseguir recursos para financiar el proyecto puede gravar los bienes de la concesión. Se debe señalar que al término del plazo de la concesión el particular se encuentra obligado a levantar los referidos gravámenes⁽³⁸⁾.

Se debe señalar que en nuestro país se han celebrado contratos con modalidad BOOT para la construcción de diferentes proyectos entre los cuales destacan el proyecto Camisea (transporte y distribución de gas) y el proyecto Mantaro-Socabaya (línea de transmisión eléctrica)⁽³⁹⁾.

Es importante señalar que la mayoría de contratos de concesión se celebran bajo la modalidad BOT, por lo que consideramos centrar esta sección del presente trabajo en analizar sus diferentes etapas con sus respectivas características:

a) Primera etapa (Construir):

La primera etapa de la delegación de la concesión por parte del Estado a la SPE comprende la construcción de la obra de infraestructura. Para esto el particular deberá celebrar un contrato de construcción que involucrará la necesidad de acordar con una o varias empresas la construcción del proyecto en su totalidad o de algunas de sus partes. Generalmente, el propio *sponsor* o la SPE suelen ser empresas constructoras, tomando a su cargo la construcción de todo o de parte del proyecto⁽⁴⁰⁾.

Es importante indicar que al ser la concesión de una obra de infraestructura pública, se debe tener un cuidadoso proceso de selección de la empresa con la que se va celebrar el contrato de construcción.

Dicha etapa es la de mayor vulnerabilidad del proyecto ya que existen muchos riesgos como por ejemplo: retardo en la construcción, incremento de los costos estimados, disponibilidad del terreno para la infraestructura y el transporte, riesgos tecnológicos, riesgos de diseño, etcétera. Es por ello que el contrato de construcción es uno de los contratos que reviste mayor importancia para los

(35) DE LOS HEROS, Juan Carlos. Diario Oficial El Peruano, 24 de noviembre de 2003.

(36) Véase: Revista Latin American Law and Business Report volumen 10. Número 07. 2002. p. 21.

(37) DE LOS HEROS, Juan Carlos. Material de Exposición. Estudio Ehecopar. Septiembre 2004.

(38) *Ibid.*

(39) Véase: Revista Latin American Law and Business Report. *Ibid.*:

(40) GERSCOVICH, Carlos y Marcelo, TAVARONE. *Op. cit.*; p. 86.

acreedores del proyecto (contrato que se desarrollará más adelante). Se debe tomar en cuenta que en esta etapa los acreedores desembolsarán grandes sumas de dinero, y recién luego que esté terminado el proceso de construcción podrán recibir la devolución de los mismos y de los intereses o utilidades de ser el caso.

b) Segunda etapa (Operación):

En esta etapa el *sponsor* se encargará de operar y mantener el proyecto. Para cumplir este objetivo posiblemente contratará especialistas para su administración. Sin embargo, la mayoría de los proyectos son administrados por la SPE.

Esta etapa es fundamental para que los acreedores puedan recuperar las grandes inversiones realizadas antes del inicio de las operaciones del proyecto. Al igual que en la etapa de construcción, la etapa de operación y mantenimiento tiene muchos riesgos que pueden afectar la viabilidad del proyecto, tales como que la producción sea menor a la prevista, que haya un incremento de costos de operación y mantenimiento, que la empresa encargada realice una gestión ineficiente, inversiones complementarias no previstas inicialmente, etcétera).

c) Tercera etapa (propiedad):

Finalmente, luego de transcurrido el periodo de ejecución del contrato de concesión el particular deberá transferir la propiedad del proyecto, de la nueva o remodelada obra de infraestructura al Estado bajo las condiciones establecidas en el referido contrato.

7.3.2. Contratos técnicos

Es indispensable para la realización de cualquier proyecto de infraestructura la celebración de contratos técnicos. Estos contratos se caracterizan por asegurar la construcción y operatividad del proyecto.

7.3.2.1. Contrato de construcción

El contrato de construcción tiene un rol fundamental en la viabilidad del proyecto ya que los acreedores lo revisan detalladamente porque existen varios riesgos que puedan afectar su incumplimiento. La mayoría de estos contratos se

celebran con cláusulas de “llave en mano”, es decir, se pacta un precio fijo como contraprestación de la entrega de la obra construida y operativa. Es por dicha razón que la mayoría de contratos de construcción tienen la característica de incluir varias previsiones, entre las cuales destacamos las siguientes:

a) Precio:

La mayoría de este tipo de contratos se celebran con cláusulas de “suma alzada”, es decir, se pacta un precio fijo. Sin embargo, las partes pueden pactar que en caso la obra signifique mayor trabajo o aumente el costo de la obra el concesionario tiene derecho a una compensación por las variaciones convenidas, o en caso contrario; y, asimismo, pueden pactar que “en caso” dichas variaciones signifiquen menor trabajo o disminución en el costo de la obra el concedente tiene derecho al ajuste compensatorio.

b) Fecha de entrega:

En el referido contrato generalmente se fija una fecha en la que el contratista está obligado a entregar la obra. En tal sentido, se pacta que en caso exista demora este tendrá alguna penalidad. Asimismo, se pueden prever premios para el contratista en caso de que la obra llegue a su término con anterioridad al plazo convenido.

c) Cambios:

Es conveniente prever la posibilidad que se produzcan cambios en la ejecución de la obra, tanto por instrucciones del comitente como por razones de fuerza mayor. En tal supuesto, se debe prever si el precio y los plazos convenidos serán alterados en función de tales cambios.

d) Seguros:

Para los inversionistas es muy importante la celebración de un contrato que asegure que en caso ocurra un terremoto, incendio o cualquier siniestro que afecte la obra, su inversión va está respaldada, no se va ver afectada. Por otro lado, es conveniente establecer la obligación de contratación de seguros por daños sufridos por el personal dependiente del contratista, por terceros e, incluso por el propio comitente⁽⁴¹⁾.

e) Calidad de la instalación:

Es eficiente pactar que en caso las instalaciones no funcionen o el rendimiento de la instalación sea inferior al previsto por mal diseño u

(41) GERSCOVICH, Carlos y Marcelo TAVARONE. *Ibid.*; p. 87.

otra razón imputable al constructor, este deba pagar alguna penalidad.

f) Subcontratación:

Se debe establecer la posibilidad y condiciones en las cuales el contratista podrá subcontratar ciertas cuestiones atinentes a la obra. Al respecto, deberá establecerse si es que se necesita la aprobación previa por parte del *sponsor* para su contratación y qué tipo de trabajos pueden ser subcontratados y cuales deben realizarse directamente por la empresa constructora^(42.).

g) Condiciones de pago:

Se deberá fijar la modalidad de pago que las partes consideren más justa. Asimismo, se deberá establecer las condiciones en las que se hará el pago del precio, como el lugar o la forma (por ejemplo, mediante una transferencia bancaria en una cuenta determinada)⁽⁴³⁾. Adicionalmente, se debe señalar que en la mayoría de contratos de construcción cuyo desarrollo dura un largo período de tiempo se establecen pagos adelantados por cada avance considerable de la obra.

h) Resolución o rescisión:

Es conveniente que las partes precisen mediante una cláusula en que condiciones el contrato puede ser resuelto o rescindido. En este sentido, deberá establecerse en qué circunstancias una de las partes puede rescindir el contrato por incumplimiento de la otra por otro supuesto⁽⁴⁴⁾.

7.3.2.2. Contrato de suministro

El operador para mitigar el riesgo de que las materias primas y otros insumos que necesiten para la etapa de operación sufran un incremento de precio, indisponibilidad de éstos en el mercado o disminuya la calidad de los mismos suscribe un contrato de suministro a largo plazo con los proveedores de estos bienes.

En este contrato se establecen cláusulas de revisión de precios, estableciendo una relación entre el precio del producto o servicio, los costos y su evolución; así como la posibilidad de utilizar bienes sustitutos bajo ciertas condiciones.

Un ejemplo de este tipo de contrato es el contrato de suministro de energía eléctrica, materia prima que es necesaria utilizar para la construcción de un proyecto.

7.3.3. Contratos financieros

Estos contratos están presentes tanto en la etapa de construcción como en la de explotación del proyecto e incluye los contratos *take or pay*, *forward purchase*, *swaps* financieros y bancarios, acuerdos directos entre los bancos y los proveedores del proyecto; contratos de pólizas de seguro, los préstamos sindicados, y las emisiones de títulos de deuda.

7.3.3.1. Contrato *take or pay*

Es un contrato de compra-venta de un producto o servicio a largo plazo, que se celebra cuando los clientes potenciales del producto o servicio generado por el proyecto son pocos. Mediante este mecanismo contractual el riesgo de ventas; es decir, el riesgo que la demanda del producto o servicio sufra un descenso, se transmite a los potenciales compradores mediante un contrato de largo plazo, que generalmente incluye una cláusula de penalización por resolución u otra que obliga al cliente a un mínimo de utilización de los servicios o productos. Si el cliente no consume lo pactado debe pagar una cantidad mínima establecida. Asimismo; podrá elevar su consumo siempre y cuando exista disponibilidad y posiblemente este consumo estará sujeto a incremento de precios.

En este tipo de contratos generalmente los clientes realizan pagos adelantados que se utilizan para colaborar con la financiación del proyecto. Dichos pagos serán imputados a los productos o servicios que el cliente consuma en el futuro.

Este contrato cumple una función fundamental para los financistas, ya que éstos solo estarán protegidos si el proyecto se desarrolla a un nivel que les permita recuperar la inversión realizada. En consecuencia, este tipo de contratos es también empleado como forma de constituir garantías para el cobro de los créditos otorgados al proyecto.

Por otro lado, cuando existe una multitud de clientes, no es posible celebrar un contrato de este tipo porque es imposible garantizar que a lo largo de un período de tiempo esta demanda se va mantener constante y que el proyecto sea rentable. Este caso es el que se presenta en la financiación

(42) *Ibid.*; p.88

(43) *Ibid.*

(44) *Ibid.*

de la construcción de las carreteras. Como los costos para establecer si es que la demanda de transitar por la vía de la referida carretera es muy alto, ya que luego de construida está pueden aparecer distintos factores que bajen la demanda de transitar por dicha vía (por ejemplo, que el Estado incentive el turismo en una zona distinta a la que se ubica la mencionada carretera) por lo que la única forma de atraer financiamiento para este tipo de proyectos es que el gobierno le garantice un pago mínimo a los inversores⁽⁴⁵⁾.

7.3.3.2. Contrato de pólizas de seguro

Las empresas aseguradoras tienen como objetivo limitar los riesgos que no puedan tomar los participantes del proyecto. Tiene un rol muy importante para que los acreedores tengan la seguridad que el proyecto llegue a ser rentable, porque son quienes determinan los mecanismos más adecuados para cubrir los diversos tipos de riesgos.

7.3.3.3. Contrato de crédito sindicado

Los proyectos suelen ser mayormente financiados por medio de la celebración de contratos de crédito sindicado con bancos comerciales y, en menor medida, a través de la emisión de títulos de deuda. De otro lado, principalmente en los países en desarrollo, existe la opción de solicitar el financiamiento a un organismo financiero multilateral (como por ejemplo, el Banco Interamericano de Desarrollo o el Banco Mundial) en condiciones más flexibles y favorables, en tanto se encuadran en políticas de promoción del desarrollo. De esta manera, estos organismos pondrán menos énfasis en la estabilidad política y económica, y más bien buscarán involucrarse en proyectos donde puedan promocionar metas tecnológicas, sociales, ambientales y de exportación⁽⁴⁶⁾.

El término "crédito sindicado" o *syndicated loan* describe una facilidad financiera en la cual dos o más entidades financieras prestan a un prestatario, o ponen a su disposición, una suma de dinero de cierta importancia -comparada con

los montos habituales del mercado de préstamos corporativos- por un período de mediano o largo plazo. Desde el punto de vista de la estructura jurídica, un contrato de crédito sindicado intenta replicar un conjunto de créditos individuales realizado por diferentes bancos al mismo deudor, pero sujetos a los términos y condiciones de un único contrato⁽⁴⁷⁾.

En el marco de las operaciones de *Project Finance*, es importante resaltar la importancia que revisten los llamados compromisos o *covenants* incluidos en el contrato de crédito sindicado, entendiéndose por tales al conjunto de obligaciones legales positivas y negativas que asume el deudor, en adición a su obligación principal de repago del crédito, cuyo objetivo principal es la protección del crédito de los acreedores.

Cuando los bancos prestan sumas de gran envergadura como las que usualmente están involucradas en los créditos sindicados, es comprensible que deseen mantener el más estrecho control sobre los negocios y actividades de la sociedad solicitante, especialmente en el *Project Finance*, donde los bancos asumen buena parte del riesgo de la operación. El número y extensión de compromisos dependerá de cada transacción particular, atendiendo a circunstancias tales como el riesgo asumido por los bancos, la confiabilidad de la sociedad solicitante, su capacidad crediticia y las características particulares del proyecto a financiar⁽⁴⁸⁾.

El incumplimiento de los compromisos por parte de la sociedad deudora puede dar lugar a la resolución del contrato, a la suspensión de nuevos desembolsos, a la traba de medidas cautelares, al cumplimiento específico o bien al reclamo por daños y perjuicios, dependiendo de la oportunidad y conveniencia y de la posibilidad legal y contractual de emplear cada uno de estos remedios⁽⁴⁹⁾.

Los *covenants* representan verdaderas obligaciones de hacer y de no hacer por parte del deudor y van a tener un doble fin. Algunos facilitarán el monitoreo del crédito y el control del cumplimiento del resto de obligaciones y otros

(45) *Ibid.*; pp. 36 y 37.

(46) HOFFMAN Scott L. *The law and business of international Project finance*. Transnational Publishers Inc., 2001.

(47) VILLEGAS Carlos y VILLEGAS Carlos. *Op. cit.*; p. 681.

(48) *Ibid.*; pp. 44-52.

(49) *Ibid.*; p. 48.

estarán dirigidos a proteger el crédito propiamente dicho a través de la imposición de limitaciones al poder de disposición del deudor sobre sus bienes, a preservar su solvencia, entre otros.

Entre los diferentes tipos de compromisos podemos encontrar la prohibición de constitución de garantías (*negative pledge*), cláusula *pari passu*, limitaciones a la disposición de activos, compromisos financieros, compromiso de brindar información.

En el marco de las operaciones de *Project Finance*, los compromisos tienden a ser más extensos y estrictos que en préstamos sindicados comunes ya que los bancos acreedores asumen un alto grado de riesgo respecto del éxito del proyecto, lo cual hace que deseen mantener el más estrecho control sobre el desempeño del deudor⁽⁵⁰⁾.

De esta manera, los *covenants* en las operaciones de *Project Finance* están diseñados con el objetivo de⁽⁵¹⁾: (i) asegurar que la SPE construya y opere el proyecto de la manera contemplada en los compromisos económicos que ha asumido, las cuales son el fundamento de las proyecciones financieras; (ii) proporcionar al acreedor advertencias oportunas sobre cualquier potencial problema, ya sea político, financiero, contractual o técnico; y (iii) proteger las garantías constituidas a favor de los acreedores.

Entre los compromisos propios del *Project Finance* podemos encontrar la prohibición de introducir cambios en el proyecto sin la debida autorización de los bancos; el debido cumplimiento de los contratos involucrados en el proyecto (construcción, provisión de equipos, operación y mantenimiento, etcétera); mantenimiento de concesiones, permisos y licencias, entre otras.

Una de las características distintivas del *Project Finance* es el compromiso que asume el deudor de que las sumas dadas en préstamo sean exclusivamente empleadas para el pago de los costos del proyecto. El uso de los fondos para finalidades distintas a las establecidas en el contrato constituirá un incumplimiento por parte del deudor y los bancos se hallarán expeditos para aplicar los remedios correspondientes.

Por otro lado, en la medida que el proyecto es altamente dependiente de ciertos contratos claves de la operación (por ejemplo, el contrato de construcción), muchos de los compromisos adicionales previstos en los contratos de crédito en el marco de un *Project Finance* tienen que ver justamente con el debido cumplimiento de estos contratos.

Así, es posible encontrar compromisos como el de no modificar los términos de los contratos del proyecto; la necesaria aprobación de subcontratistas por parte de los bancos; el compromiso de no abandonar el proyecto salvo que devenga en ineficiente (*uneconomic*)⁽⁵²⁾; alcanzar determinados niveles en las cuentas de reserva antes de repartir utilidades, etcétera⁽⁵³⁾.

Finalmente, para asegurar el cumplimiento de los compromisos mencionados se establecen una serie de obligaciones a cargo de la sociedad deudora, consistentes principalmente en proveer de información clave sobre el estado del proyecto a los acreedores. Entre estas obligaciones podemos señalar las siguientes:

a) Reportes sobre el estado de la construcción del proyecto.

Los reportes periódicos sobre el progreso de la construcción proporcionan información importante a los acreedores sobre la capacidad del contratista y de los *sponsors* para completar el proyecto de acuerdo con el cronograma preestablecido en base a la cual se realizaron las proyecciones económicas de la operación. Estos reportes normalmente contienen información general sobre el avance de las obras; estado de las órdenes de equipo, entregas e instalaciones; eventos de fuerza mayor, y fechas tentativas de terminación de las obras.

b) Reportes sobre la operación del proyecto.

Al igual que con la construcción, la SPE normalmente se encuentra obligada a entregar reportes periódicos a los acreedores sobre la operación del proyecto y su mantenimiento. El contenido típico de estos reportes incluye comparaciones de la operación actual del proyecto con períodos previos, detalles sobre mantenimiento

(50) *Ibid.*; p. 82.

(51) HOFFMAN Scott L. *Op. cit.*; p. 531.

(52) *Uneconomic* debe entenderse en el sentido que los costos del proyecto superan las ganancias netas que este genera.

(53) VINTER Graham D. *Project Finance*. Londres: Sweet & Maxwell, 1998. p. 140.

y reparaciones, información sobre eventos de fuerza mayor, etcétera.

c) Reportes de eventos específicos

El hecho de contar con reportes de advertencia anticipados sobre los potenciales problemas que se pueden presentar a lo largo del proyecto, supone un gran beneficio para los acreedores. Entre los eventos que normalmente deben ser comunicados a los acreedores tenemos: la existencia de cualquier acción judicial en contra de la SPE; todo evento de incumplimiento verificado en cualquiera de los contratos del proyecto; toda modificación o supresión de cualquier licencia o autorización otorgada por el Estado para llevar a cabo el proyecto.

El incumplimiento por parte del deudor abarca tanto la falta de pago del capital prestado o sus intereses, como el incumplimiento de “obligaciones no monetarias”, que incluye el incumplimiento de los *covenants* y/o la incorrección o falsedad de las declaraciones y garantías, e incluso hechos que permiten a los acreedores prever un incumplimiento futuro⁽⁵⁴⁾. El supuesto más importante de esta última categoría lo constituye el incumplimiento cruzado o *cross default*⁽⁵⁵⁾.

Así, entre los eventos de incumplimiento más comunes cabe hacer referencia a los siguientes⁽⁵⁶⁾:

- a) No completar el proyecto en la fecha esperada;
- b) Destrucción o daño a todas o a una parte importante de las instalaciones del proyecto;
- c) Suspensión de la producción por un periodo considerable y continuo;
- d) El abandono del proyecto por parte de los *sponsors*;
- e) La nacionalización de los activos del proyecto;
- f) Un cambio en la legislación que afecte de manera adversa la economía del proyecto;
- g) La no renovación o revocación de una licencia o autorización esencial para el desarrollo del proyecto.

h) La resolución de un contrato crucial para el proyecto (como por ejemplo, el de concesión)

i) No contar con la cobertura de seguros requerida.

7.3.3.4. Emisión de títulos de deuda

Otra forma de financiación de un proyecto puede consistir en la emisión de títulos de deuda para su colocación en el mercado local o internacional. Si bien, como ya se apuntó anteriormente, este es un mecanismo de financiamiento menos usual que el acudir a un crédito sindicado, ofrece algunas ventajas importantes que no pueden dejar de mencionarse⁽⁵⁷⁾:

a) Los mercados de capitales constituyen una nueva e interesante fuente de fondos para el financiamiento de proyectos;

b) Las tasas de interés en una emisión pueden ser más bajas, e incluso fijas;

c) Los plazos de amortización pueden ser más extensos;

d) Las exigencias en cuanto a declaraciones y garantías, compromisos e, incluso, causales de incumplimiento, suelen ser menos severas en una emisión de títulos de deuda que en un préstamo sindicado otorgado por bancos;

e) Es probable que los tenedores de títulos de deuda mantengan una actitud más “pasiva” que la de los bancos en caso un proyecto enfrente dificultades y que éstas se reflejen en un atraso en los pagos.

Según Finnerty⁽⁵⁸⁾, la obtención de fondos o la reunión de capital en el mercado de capitales local con frecuencia es una buena manera de reducir el riesgo político. Cualquier acontecimiento que dañe la rentabilidad del proyecto afectará a los financistas e inversionistas locales y en esa medida, esta opción de financiamiento funciona como medio de prevención para que el gobierno local no ejerza acciones adversas. La solidez de esta prevención dependerá de la cantidad de inversionistas involucrados en el proyecto.

Sin embargo, esta alternativa de financiación también ofrece desventajas, las cuales

(54) WOOD. Philip R. *Op. cit.*; p. 46.

(55) El *cross default* es aquella situación por medio de la cual los acreedores se hallan facultados a resolver el contrato en caso de que el deudor incumpla otros contratos celebrados con terceros acreedores. La inclusión de esta cláusula permite a los acreedores actuar con rapidez y adelantarse a la acción de otros acreedores y resulta de crucial importancia en el *Project Finance*, en la medida que éste se estructura sobre una red interconectada de contratos.

(56) VINTER Graham D. *Op. cit.*; p. 144.

(57) *Ibid.*; p. 59.

(58) FINNERTY John D. *Op. cit.*; p. 186.

girar en torno al grado de complejidad que implica una emisión de títulos de deuda en el ámbito de la financiación de proyectos. De esta manera, entre las dificultades presentes en esta forma de financiamiento tenemos: la dificultad de reunir a todos los acreedores a efectos de tomar una decisión en caso se requiera autorizaciones o consentimientos por parte de estos; la generación de intereses desde el momento inicial de la emisión en que la totalidad de los fondos necesarios para llevar a cabo el proyecto son recibidos, si bien es probable que permanezcan inactivos; la confidencialidad del proyecto se podría ver afectada, dado que una emisión de títulos de deuda exige un mayor deber de información frente a los potenciales inversionistas; las dificultades y demoras implicadas en el registro de los valores y su respectiva calificación por la entidad competente, entre otros.

Por último, las emisiones de títulos de deuda pueden presentar características variadas y particulares en función a las necesidades particulares del proyecto, pudiendo incluirse, por ejemplo, la posibilidad de que los tenedores de los títulos puedan optar por convertir sus títulos de deuda en acciones de la SPE.

En conclusión, podemos decir que la ingeniería financiera de proyectos requiere que se examinen todas las fuentes posibles de deuda y capital -no sólo las tradicionales- para determinar cuáles mercados pueden proporcionar los fondos necesarios en términos aceptables al menor costo posible⁽⁵⁹⁾.

7.3.3.5. Crédito de proveedores

En virtud de esta figura, los promotores del proyecto negocian con los proveedores para financiar la adquisición de equipos. Estos créditos con frecuencia constituyen un medio atractivo de financiar equipo que no formará parte de la estructura permanente del proyecto pero que se requiere durante la etapa de construcción⁽⁶⁰⁾.

Sin embargo, en el Perú, a nivel interno este crédito es prácticamente inexistente debido a que el deficiente sistema actual de garantías desalienta

a los proveedores a financiar las compras de sus clientes y desalienta a los bancos a adquirir las carteras de préstamo otorgadas por los proveedores. Esta situación constituye un gran obstáculo para el financiamiento de proyectos en nuestro ordenamiento, ya que el crédito de proveedores llega allí donde los bancos no llegan. El interés de los proveedores por vender sus productos, su mejor posición para valorizar los bienes que comercian y su mejor conocimiento del mercado y de sus compradores, son un incentivo suficiente para que asuman mayores riesgos en el financiamiento para la adquisición de equipos que los que asumiría cualquier otro prestamista⁽⁶¹⁾.

8. Marco legislativo peruano

Nuestro sistema legislativo no regula como mecanismo de financiamiento, el *Project Finance*. Sin embargo, si existe una normativa aplicable a la figura de la inversión privada mediante la ejecución de planes de financiamiento en nuestro país. La tendencia de fomento y atracción a la inversión privada como mecanismo de financiamiento en el Perú se inició en la década de los años 90. Por tanto, es en esa etapa que se legisla de modo pro-inversionista, parte importante estas normas las recogemos esta síntesis normativa, ya que todavía acompaña a la realidad de nuestro país con los usados *slogans* como "Más inversiones, más trabajo".

A continuación, el primer tipo de regulación en líneas generales recoge el fomento y la promoción de la inversión privada y luego veremos como ese regula en el ámbito de las Obras de Infraestructura de Servicios Públicos.

8.1. Regulación de la inversión privada

8.1.2. Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada⁽⁶²⁾:

El objeto y los alcances de la ley son en primer lugar garantizar la libre iniciativa⁽⁶³⁾ y en segundo lugar asegurar las inversiones privadas, efectuadas o por efectuarse en los diversos

(59) *Ibid.*; p. 187.

(60) *Ibid.*; p. 180.

(61) MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS. *Facilitando el Acceso al Crédito mediante un Sistema Eficaz de Garantías Reales*. Lima, 2001. p. 26.

(62) Decreto Legislativo 757, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 13 de noviembre de 1991.

(63) Véase artículo 3: "Se entiende por libre iniciativa privada el derecho que tiene toda persona natural o jurídica a

sectores de nuestra actividad económica. Además, establece derechos, garantías y obligaciones -de acuerdo al texto de la ley de aplicación- a todas las personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, que sean titulares de inversiones en el país. Asimismo, se consigna la observancia obligatoria del Estado de estas normas por parte de los organismos del Estado.

A través de la regulación de dos grandes herramientas jurídicas que efectivizan el crecimiento de la inversión privada: (i) estabilidad jurídica y (ii) seguridad jurídica.

8.1.2.1. Estabilidad jurídica

El concepto de estabilidad jurídica supone solidez en el ordenamiento jurídico de un país. Es el conjunto de condiciones que permiten el respaldo normativo del Estado para la promoción de la Inversión. Existen dos ámbitos en los que la estabilidad jurídica actúa:

1) Régimen económico:

En esta sección se detallan las condiciones económicas atractivas con las que nuestro país se presenta al inversionista privado. Hemos encontrado tres grupos de condiciones:

a) Libertades: (i) de competencia: Promueve la libertad absoluta de precios, siempre que se deriven de la oferta y la demanda. La única excepción es la fijación de precios de los Servicios Públicos, los cuales deberán ser fijados por entidades administrativas. (ii) de Empresa: Consigan la absoluta potestad de los privados (personas naturales o jurídicas) para ejercer y desarrollar las actividades. Derogando cualquier normativa que fije modalidades de producción o índices de productividad o cualquier tipo de restricción en el desarrollo de la actividad de la empresa. Las únicas restricciones permitidas por la ley son de seguridad industrial -higiene, cuidado ambiental- entre otros; y (iii) de distribución de utilidades: Las restricciones de repartición de los dividendos ha quedado descartada, ya que lo que se acondiciona para la ganancia de utilidades, de acuerdo a la forma societaria escogida se registrará por la Ley General de

Sociedades para obligaciones meramente societarias como la reserva legal y otras tributarias ineludibles.

b) Garantías: (i) pluralismo económico: el Estado garantiza la elección de cualquier tipo de organización societaria, con la única reserva de cuidado sobre las formas de organización empresariales contenidas en el sistema financiero; (ii) anulación de las reservas a favor del Estado: esta garantía del Estado peruano deroga todas o cualquier norma que prevea una disposición de reserva económica para el Estado peruano producto de la actividad económica a realizar; (iii) propiedad privada: el Estado se compromete a no expropiar bienes tangibles ni intangibles de la empresa o persona inversionista entendiéndose compra de acciones, participaciones, entre otros, salvo lo consagrado expresamente y excepcionalmente en casos debidamente sustentados como de interés nacional; (iv) servicios públicos básicos: en virtud de una mejoría en la calidad de los servicios públicos, el Estado asegura la prestación de los servicios públicos básicos.

c) Tratos igualitarios: (i) entre empresas públicas y privadas: en el caso que un inversionista realice la misma actividad que una empresa pública serán tratadas con las mismas prerrogativas y obligaciones. No se les podrá otorgar a las empresas públicas facultades administrativas; (iii) entre los inversionistas y empresas nacionales o extranjeras: no existirán diferencias en materia alguna por la que se discrimine a los agentes inversionistas por causa su nacionalidad.

2) En las inversiones⁽⁶⁴⁾:

La estabilidad jurídica en el ámbito de las Inversiones en estricto tienen tres áreas de acción:

a) Convenios de estabilidad jurídica: Existen figuras similares a la estabilidad jurídica en el ámbito del Régimen Económico como el trato igualitario.

b) Seguros de la inversión privada: como hemos visto existen numerosos riesgos sobre los cuales la SPE debe tomar precauciones, la ley determina lo siguiente:

dedicarse a la actividad económica de su preferencia, que comprende la producción o comercialización de bienes o la prestación de servicios, en concordancia con lo establecido por la Constitución, los tratados internacionales suscritos por el Perú y las leyes”.

(64) La estabilidad jurídica en materia administrativa se encuentra plasmada en la normativa que regula los convenios de estabilidad jurídica, estos son el Decreto Legislativo 662 y el Decreto Legislativo 557.

Libertad de contratación:

No existe restricción respecto de la contratación nacional o extranjera de empresas que cubran tanto los riesgos comerciales como los riesgos no comerciales, por parte de los inversionistas.

Agencia multilateral de garantía de inversiones (MIGA) del Banco Mundial:

Esta agencia y otras entidades similares a las que el Estado se encuentra afiliado, éste facilitará en el caso de inversionistas extranjeros, los trámites y presentación de documentos para la obtener la cobertura solicitada para los riesgos de inversión en el país.

c) Solución de controversias relativas a la inversión: El Perú, en calidad de entidad empresarial, y los inversionistas privados se podrán someterán a arbitraje nacional o internacional, siempre que la obligación, materia de conflicto surgido producto de una relación contractual de Derecho Privado o de naturaleza contractual.

8.1.2.2. Seguridad jurídica

La seguridad jurídica implica la confianza deposita el inversionista en el ordenamiento jurídico de un determinado país. Se encuentra muy relacionado con el riesgo país y las dificultades de tener una base institucional sólida y coherente.

En materia tributaria, la ley defiende el principio de legalidad en materia tributaria⁽⁶⁵⁾, es decir, asegura que no existirán cambios ni potestades atribuidas por el Gobierno a través de la Administración Tributaria para beneficiarse de las utilidades de las empresas que inviertan en el país. Sobre la misma línea de defensa de la promoción del inversión y transparencia en la gestión fiscal, se propone un recurso de impugnación ante el Tribunal Fiscal, o el Tribunal de Aduanas en el artículo 16 de la ley. Está determinada en los casos relativos a impuestos, contribuciones, tasas arbitrios, derechos registrales, aranceles y otros derechos que se cobren por la tramitación de procedimientos administrativos, que no hayan tenido la debida legalidad para obtener su vigencia.

Dentro de la seguridad jurídica el legislador ha querido abarcar la conservación del medio ambiente como rol importante en la inversión privada para la protección del medioambiente y reducción de la contaminación ambiental. Consideramos que esta sección de la norma enumera una serie de obligaciones del Estado a proteger el medioambiente de las operaciones industriales despiadadas que eventualmente pudieran tener a su cargo una concesión. Por lo que, el artículo 54 dice que sólo mediante decreto supremo podrá otorgarse la calidad de área natural protegida con el voto aprobatorio por el Consejo de Ministros, además del deber de comunicar a las autoridades del CONAM -Consejo Nacional del Ambiente el interés privado de intervenir en de impacto ambiental. El CONAM deberá elaborar los requisitos de un Estudio de Impacto Ambiental y Programas de Adecuación del Manejo Ambiental que deberá presentar la empresa privada para la poder adjudicarle la concesión en el territorio peruano.

8.2. Inversión privada extranjera

8.2.1. Régimen de estabilidad jurídica a la inversión extranjera⁽⁶⁶⁾:

Para efectos de esta norma –promociona la inversión en nuestro país en todos los sectores– se considera como modalidades de actividades económicas generadoras de renta las siguientes, según la ley:

“(..)

a) Aportes de propiedad de personas naturales o jurídicas extranjeras, canalizadas a través del Sistema Financiero Nacional, al capital de una empresa nueva o existente en cualesquiera de las formas societarias señaladas en la Ley General de Sociedades, en moneda libremente convertible o en bienes físicos o tangibles, tales como plantas industriales, máquinas nuevas y reacondicionadas, equipos nuevos y reacondicionados, repuestos, piezas y partes, materias primas y productos intermedios;

b) Las inversiones en moneda nacional provenientes de recursos con derecho a ser remitidos al exterior;

(65) “El principio constitucional de la legalidad en materia tributaria implica que la creación, modificación y supresión de tributos, así como la concesión de exoneraciones, y otros beneficios tributarios, la determinación del hecho imponible, de los sujetos pasivos del tributo, de los perceptores y retenedores, de las alícuotas correspondientes y de la base imponible, deben ser hechas por ley del Congreso de la República, de acuerdo a lo establecido en el presente artículo(…)”.

(66) Decreto Legislativo 662 publicado en el Diario Oficial El Peruano el 29 de Agosto de 1991.

c) La conversión de obligaciones privadas con el exterior en acciones;

d) Las reinversiones que se efectúen de conformidad con la legislación vigente;

e) Las inversiones en bienes ubicados físicamente en el territorio de la República;

f) Las contribuciones tecnológicas intangibles, tales como marcas, modelos industriales, asistencia técnica y conocimientos técnicos patentados o no patentados que puedan presentarse bajo la forma de bienes físicos, documentos técnicos e instrucciones;

g) Las inversiones destinadas a la adquisición de títulos, documentos y papeles financieros cotizados en bolsas de valores o certificados de depósito bancario en moneda nacional o extranjera;

h) Los recursos destinados a contratos de asociación en participación o similares que otorgan al inversionista extranjero una forma de participación en la capacidad de producción de una empresa, sin que ello suponga aporte de capital y que corresponde a operaciones comerciales de carácter contractual, a través de las cuales el inversionista extranjero provee bienes o servicios a la empresa receptora a cambio de una participación en volumen de producción física, en el monto global de las ventas o en las utilidades netas de la referida empresa receptora;

Las inversiones comprendidas en el presente inciso deben sujetarse a la legislación tributaria sobre la materia; y,

i) Cualquier otra modalidad de inversión extranjera que contribuya al desarrollo del país. (...)"

No existe ninguna otra particularidad que diferencia la norma antes analizada, ya que ésta brinda de igual modo garantía, estabilidad y seguridad jurídica a los inversionistas extranjeros que quieran explotar algún sector del mercado de nuestro país. Además, se le garantiza el trato igualitario con respecto a otras empresas nacionales privadas que inviertan.

8.3. Inversión privada en obras públicas en la infraestructura de servicios públicos

8.3.1. Decreto Legislativo para la Promoción de las Inversiones Privadas en Infraestructuras de Servicios Públicos⁽⁶⁷⁾:

La norma de primera instancia define los términos más importantes de su contenido y sobre los que gira la inversión privada. Es decir, define Obras Públicas como obras de infraestructura de transportes, saneamiento ambiental, energía, salud, educación, pesquería, telecomunicaciones, turismo, recreación e infraestructura urbana. En cambio, el concepto de Servicio Público comprende transporte público, saneamiento, telecomunicaciones, alumbramiento público así como servicios de educación y salud. Consideramos que no es una aclaración válida dichas definiciones ya que encontramos varios conceptos en ambas definiciones como telecomunicaciones y salud. Ambas confusas aclaraciones de una aparente relación de sinonimia entre los conceptos obras públicas y servicios públicos, de acuerdo a la norma, son enumeraciones meramente indicativas por lo que eventualmente pueden comprender algunos otros sectores económicos.

Esta norma principalmente regula el marco del contrato de la concesión⁽⁶⁸⁾, que como ya lo mencionamos en el numeral 3, sólo diremos las partes relevantes de la norma:

a) Organismos concedentes: El Gobierno Central, Gobiernos Regionales, y Gobiernos Municipales. Son facultades del concedente: (i) supervisará el cumplimiento del contrato de concesión en sus aspectos de construcción, explotación y cobro de tarifas, precios, peajes u otros sistemas de recuperación de las inversiones; (ii) hacer efectivas las penalidades por incumplimiento previstas en el contrato; (iii) declarar temporalmente suspendida la concesión, cuando concurra alguna de las causales establecidas por

(67) Decreto Legislativo 758, publicado en el Diario Oficial El Peruano en fecha 11 de Agosto de 1991.

(68) Artículo 5: "Para efectos del presente Decreto Legislativo, entiéndase por concesión, el acto administrativo por el cual el Estado, con el objeto que el concesionario realice determinadas obras y servicios fijados o aceptados previamente por el organismo precedente, le otorga el aprovechamiento de una obra para la prestación de un servicio público, por un plazo establecido (...)"

esta ley; (iv) declarar la caducidad de la concesión; (v) modificar la concesión cuando ello resulte conveniente de acuerdo al artículo siguiente;

b) Formas de ceder un concesión: por licitación pública o por concurso de proyectos integrales.

c) Actuación del concesionario: (i) el concesionario podrá transferir la concesión a otra persona jurídica, y con la misma autorización, constituir garantía sobre sus ingresos respecto a obligaciones derivadas de la propia concesión y de su explotación. Dicha cesión será total, comprendiendo todos los derechos y obligaciones del concesionario cedente. (ii) percibirá como compensación por las obras y servicios que explote, la tarifa, precio, peaje, u otro sistema de recuperación de la inversión establecido, así como los beneficios adicionales expresamente convenidos en el contrato, tales como concesiones para servicios turísticos, autoservicios, publicidad y otros. El concesionario no podrá establecer exenciones en favor de usuario alguno.

d) Régimen de propiedad: la concesión no otorga derecho real de propiedad, porque al término de la misma debe regresar al dominio del Estado.

e) Causales de suspensión: (i) en caso de guerra externa, guerra civil o fuerza mayor que impidan la ejecución de la obra o la prestación del servicio; (ii) cuando se produzca una destrucción parcial de las obras o de sus elementos, de modo que resulte imposible su utilización por determinado período, en los términos señalados en el contrato correspondiente; y, (iii) por cualquier otra causal convenida en el contrato. La suspensión extenderá el plazo de la concesión por un período equivalente al de la causal que la originó.

f) Causales de caducidad: (i) vencimiento del plazo por el que se otorgó; (ii) incumplimiento de las obligaciones del concesionario cuya violación haya sido expresamente tipificada como causal de caducidad en el contrato correspondiente; (iii) acuerdo entre el Estado y el concesionario; (iv) destrucción total de la obra; y, (v) otras causales que se estipulen en el contrato.

g) Plazo de vigencia: Por el plazo de vigencia que se indique en la resolución de adjudicación, el que en ningún caso excederá de sesenta (60) años. La vigencia se contará a partir de la fecha de celebración del contrato respectivo.

8.3.2. TUO de las normas con rango de la ley que regulan la entrega en concesión al sector privado de las obras públicas de infraestructura y de servicios públicos⁽⁶⁹⁾

De acuerdo este texto normativo el órgano administrativo encargado de la Promoción de la Inversión Privada en nuestro país es la Comisión de Promoción de Concesiones Privadas-PROMCEPRI, sin embargo hoy en día la entidad encargada de dicha función es la Agencia de Promoción de la Inversión -PROINVERSIÓN⁽⁷⁰⁾.

Dentro de las disposiciones generales de ley son las modalidades bajo las cuales se otorgan las concesiones en el Perú:

8.3.3. Reglamento del TUO de las normas con rango de ley que regulan la entrega en concesión al sector privado de las obras públicas de infraestructura y de servicios públicos⁽⁷¹⁾

Este reglamento contiene solo dos puntos que interesan para este análisis del panorama que estudiamos en el presente artículo, son:

a) Los conceptos que comprenden la explotación de la obra o la prestación del servicio (i) la prestación del servicio básico y los servicios complementarios para los que fue entregada la concesión, de acuerdo a las condiciones de calidad establecidas en el contrato de concesión; (ii) el mantenimiento de la obra; (iii) el pago de las tarifas, precios, peajes u otros pagos pactados en el contrato de concesión que realizarán los usuarios como retribución a por dichos servicios recibidos.

b) Se aumenta en el Capítulo II del Reglamento una garantía para los concesionarios -de acuerdo al legislador- que es la posibilidad de contratar dentro o fuera del país seguros que cubran sus inversiones contra riesgos comerciales y no comerciales.

(69) Decreto Supremo 059-96-PCM, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 26 de Diciembre de 1996. Creación establecida por la Quinta Disposición Final y Transitoria del Decreto Legislativo 839.

(70) Véase: <http://www.proinversion.gob.pe/default.asp>.

(71) Decreto Supremo 060-96-PCM, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 27 de Diciembre de 1996.

Realmente consideramos que no hay un gran aporte normativo que pueda condensar ni promover las inversiones privadas, como hemos corroborado existe un mundo de normas que plasmas y dejan muchas puertas abiertas a la inversión sin garantizar efectivamente la existencia en un sistema de Inversión fortalecido y más eficiente.

9. Reflexión final

Podemos concluir este Trabajo de Investigación, que mediante este mecanismo de financiamiento llamado *Project Finance*, se consiguen fondos para la realización de obras o proyectos que ven justifican su rentabilidad en los flujos de caja futuros y no proveniente del patrimonio de sus promotores. Esto es, se mantiene la calidad crediticia de los socios, debido a que no sufren un mayor endeudamiento. Además, debemos considerar que para la realización de un *Project Finance*, los promotores se encuentran frente a una serie de riesgos de

diversa índole, tales como: riesgos de desarrollo, de construcción, de operación y mercado, financieros, políticos, legales y medioambientales, entre los mas destacados. Cabe indicar que, la idea central es atenuar mediante la distribución de todos los riesgos entre todos los sujetos participantes. Aún cuando puede verse elevado el costo de transacción de toda la complejidad del procedimiento de llevar a cabo el proyecto, se mengua cuando se analiza las seguridades que brinda todo el sistema contractual que actúa como soporte de este financiamiento. Consideramos que, es una gran alternativa de acceso a la obtención infraestructuras de gran envergadura, ya sean para servicios públicos o privados -previo estudio de viabilidad y otros de rentabilidad- se liberan recursos de todo tipo humano, material y económico creando un beneficio social muy importante, más aun en el caso de nuestro país donde se calificaría de como necesidad el uso de este tipo de financiamiento de proyectos públicos. ¹⁵