

PARA ENTENDER EL *PROJECT FINANCE*

Ismael Noya de la Piedra*
Juan Carlos de los Heros Echecopar**

El desarrollo, el día de hoy, está ligado a grandes proyectos: grandes carreteras que conectan regiones, plantas de todo tipo que generan recursos para las ciudades, redes de comunicación que unen al mundo, sólo por nombrar algunos ejemplos. Así, la dinámica misma del mercado de inversiones ha generado una figura como el Project Finance, que vuelve viable el financiamiento de grandes proyectos en un marco de seguridad financiera y bajos costos de transacción. Referirse a Project Finance, como señalan los autores, es finalmente hablar de nuestro propio desarrollo y de su puesta en marcha.

Con gran claridad expositiva y desde un punto de vista práctico, los autores desarrollan en las siguientes páginas los principios legales de esta técnica cada vez más frecuente en nuestro medio, haciendo de éste un artículo útil para todo aquél que realice un operación de estas magnitudes.

* Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. MCJ de New York University. Socio Principal del Estudio Echecopar.

** Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. LL.M. de Cornell University. Asociado Principal del Estudio Echecopar.

I. INTRODUCCIÓN Y OBJETO DEL ARTÍCULO

Hablar del financiamiento de proyectos o *project finance* es hablar de miles de millones de dólares de inversión en infraestructura en todo el mundo. Significa referirse a proyectos de construcción y operación de infraestructura de diversa índole, como lo son centrales hidroeléctricas, plantas de energía, plantas de licuefacción de gas, gaseoductos, oleoductos, refinerías, puertos, aeropuertos, etcétera; así como de proyectos de explotación de recursos naturales, como puede ser la explotación de una nueva mina. Es hablar, entonces, de operaciones complejas en las que intervienen gran número de actores y en las que confluyen diversas disciplinas.

El Perú no es extraño al uso de esta técnica de financiamiento. En los últimos años se han desarrollado en el país importantes proyectos de infraestructura que han sido financiados utilizando esta técnica de contratación. Sin embargo, el déficit de infraestructura en el país es aún enorme¹, por lo que hablar del *project finance* es referirse finalmente a nuestro desarrollo.

Si bien *project finance* es un término conocido para la mayoría de los abogados y financistas en el Perú, entendemos que quienes han tenido la oportunidad de participar en alguna operación de esta especie forman un grupo no muy grande. Si hablamos de los estudiantes de derecho, por otro lado, quizá sólo un número pequeño de ellos tiene una idea clara de su contenido y significado.

Así, el objeto de este artículo es explicar en forma general los aspectos legales más relevantes del *project finance*, desde un punto de vista práctico, de manera que le sirva al lector como una introducción a esta fascinante técnica de contratación y que le permita comprender su lógica y funcionamiento. Sería inútil tratar de cubrir en este artículo todos los elementos del *project finance*, por lo que vamos a concentrarnos en aquellos necesarios para llegar a entenderlo.

II. ORIGEN Y DEFINICIÓN

Los orígenes del *project finance* los podemos encontrar en ciertas operaciones de endeudamiento efectuadas por la corona inglesa

en el siglo XIII. Luego, a lo largo de los últimos siete siglos, fue utilizado extensamente para el desarrollo de proyectos de gran envergadura, sobre todo vinculados a la explotación de recursos naturales². No obstante, es en la década de 1980 que su uso se generalizó para el financiamiento de la construcción y la operación de proyectos privados y de proyectos de infraestructura pública con la participación del sector privado.

La técnica del *project finance* está hoy muy identificada también con los proyectos de inversión privada en obras y servicios públicos, generados a través de licitaciones o concursos públicos para el otorgamiento de concesiones, y, en los últimos años, con la utilización de las denominadas "asociaciones público-privadas" (en adelante, "APP"), sobre lo que ya existe importante experiencia en el Perú. Podemos afirmar que hasta el momento, el mayor uso de la técnica del *project finance* en nuestro país se ha dado en los proyectos de concesión bajo esquemas BOT ("*build, operate, transfer*", por sus siglas en inglés, que significa "construir, operar, transferir")³.

Por ello, explicar la estructura y funcionamiento del *project finance* hoy día resultaría difícil sin tener en mente los procesos de concesión y los respectivos financiamientos que han tenido lugar en nuestro país en los últimos años.

Ahora bien, existen muchas definiciones de *project finance* y, dadas sus características, puede resultar difícil que una de ellas resuma satisfactoriamente toda su complejidad. Sin embargo, hay varias definiciones que logran darnos una idea clara de su esencia.

Así, Carlos Marcelo y Carlos Gilberto Villegas definen *project finance* como "(...) una técnica de financiación que se funda básicamente en la bondad y viabilidad del proyecto a financiar, tanto en sus aspectos técnicos, jurídicos, económicos y financieros, y por sobre todas las cosas, en su capacidad para generar un flujo de fondos suficiente para repagar a los proveedores del financiamiento, dado que la financiación se estructura sin recurso contra los patrocinadores o "*sponsors*" o bien, con recurso limitado. Dado que en la práctica, los que proveen el financiamiento requieren ciertas garantías que los cubra ante

¹ Según los cálculos de Instituto Peruano de Economía (IPE), el déficit de infraestructura de servicios públicos en el Perú asciende a US\$ 23,000 millones.

² FINNERTY, John. "Project Financing. Asset-Based Financial Engineering". Nueva York: John Wiley & Sons. 1996. p. 4.

³ Bajo un esquema BOT el concesionario construye y da mantenimiento a la infraestructura durante el plazo de la concesión, pero no es propietario de los bienes de la concesión. En este sentido, a medida que las obras son terminadas, éstas pasan a ser dominio del Estado.

situaciones desfavorables que afecten a los flujos de fondos, los bienes del proyecto se “aislan” y se afectan en primer término como garantía o colateral del financiamiento prestado, no siendo infrecuente que se exijan también garantías de terceros, agencias internacionales de crédito, etcétera”⁴.

De esta y otras definiciones revisadas se pueden distinguir elementos esenciales del esquema del *project finance*, como son:

- (i) La fuente principal de repago del préstamo, sino la única, está dada por el flujo de fondos que genere la explotación u operación del derecho (como podría ser un derecho de concesión), activo (como podría ser una planta de energía) o recurso natural (como podría ser una mina) objeto del proyecto. De ahí que sea tan importante determinar la bondad del proyecto y su viabilidad técnica, jurídica, económica y financiera.
- (ii) Los bienes del proyecto y la administración del mismo están bajo la titularidad y el control de una tercera persona, diferente a los patrocinadores del proyecto. El proyecto se aísla en una sociedad de propósito exclusivo y los patrocinadores del proyecto son los accionistas o socios de dicha sociedad.
- (iii) Los proveedores de financiamiento para el proyecto no tienen recurso contra los patrocinadores del mismo o sólo tienen recurso limitado contra ellos. Por su parte, los patrocinadores no buscan asumir la responsabilidad del repago del crédito, ni que la deuda del proyecto se refleje como un pasivo en sus estados financieros. Es por esto que al *project finance* se le identifica como una técnica de financiamiento “fuera de balance”. Por ello, la responsabilidad de los patrocinadores está limitada al capital que aporten a la sociedad de propósito exclusivo y/o a las garantías de cualquier tipo que hubieran podido otorgar a favor de los proveedores del financiamiento, pero que no cubren la totalidad del préstamo.

III. CARACTERÍSTICAS

Para entender el *project finance* es necesario prestar atención a sus características, que lo

distinguen de otras formas de financiamiento. Podemos mencionar las siguientes:

A. Financiamiento de proyectos

El *project finance*, como su propio nombre lo dice, está referido al financiamiento de proyectos; pudiendo consistir éstos en la construcción y operación de infraestructura de diversa índole, así como en la explotación de recursos naturales que requieran el desarrollo de una determinada infraestructura. Todo proyecto objeto de un *project finance* comprende la construcción de su infraestructura y futura explotación, como fuente de retorno de la inversión.

Como ejemplos, podríamos citar la construcción y operación de la nueva terminal de contenedores del Muelle Sur en el puerto del Callao, y el desarrollo del proyecto Antamina en Cajamarca, que incluyó la construcción de una planta de procesamiento de minerales y un mineroducto para su transporte, así como la construcción de las facilidades portuarias para su exportación.

B. Inversión significativa

Los proyectos objeto de financiamiento son de gran envergadura, por lo que requieren para su desarrollo de una inversión significativa que escape a, o compromete de manera significativa, la capacidad de sus patrocinadores. Estamos hablando de proyectos de cientos y hasta miles de millones de dólares, cuyo financiamiento, por lo general, requiere de más de un proveedor de fondos. En efecto, como explicaremos más adelante, estos proyectos requieren de la participación de varias instituciones financieras, nacionales o extranjeras, privadas, estatales o internacionales, que unen sus esfuerzos para proveer los fondos o las garantías necesarios.

Por la complejidad del esquema, la dedicación intensiva y por el largo tiempo que requiere su implementación, así como por la cantidad de partes que intervienen, la técnica del *project finance* es muy costosa, por lo que su uso no se justifica para proyectos de mediana o pequeña envergadura.

Así, una de las ventajas del *project finance* es que permite que los patrocinadores del proyecto

⁴ VILLEGAS, Carlos Marcelo y Carlos Gilberto VILLEGAS. “Aspectos legales de las finanzas corporativas”. Madrid: Dykinson. 2001. pp. 652-653.

realicen una inversión cuantiosa que exceda su capacidad de endeudamiento o que, aún teniéndola, eviten comprometer de manera sustancial su capacidad de endeudamiento para financiar sus propias actividades.

C. Largo plazo

Teniendo en consideración la gran envergadura de los proyectos y el elevado monto de la inversión requerida, se trata de financiamientos cuyo repago se dará en el largo plazo (generalmente, de ocho a quince años). Pensemos, al respecto, en una concesión de obra pública que es otorgada por un plazo de veinticinco años y cuya inversión será recuperada como mínimo a lo largo de los primeros diez años de la concesión⁵.

En este punto es importante señalar que la infraestructura a desarrollarse generalmente requiere de un plazo extenso para su construcción y puesta en operación (por ejemplo, dos o tres años), y que, obviamente, los fondos necesarios para repagar el préstamo serán generados recién a partir del inicio de la operación de la infraestructura y no antes. Esto constituye un aspecto muy importante del análisis económico y financiero que realiza el estructurador de la operación y de los proveedores de financiamiento, pues significará que éstos no recibirán pago alguno del financiamiento dentro de dicho plazo o al menos no del capital.

D. Uso de vehículo especial

En un *project finance* todos los bienes, derechos y contratos de un proyecto se aíslan en un vehículo especial, que por lo general es una sociedad de propósito exclusivo (*special purpose vehicle* o SPV), es decir, una sociedad constituida con el único objeto de desarrollar el proyecto. Esta nueva sociedad llevará a cabo la ejecución del proyecto y la operación de la infraestructura, por lo que será la que solicite y obtenga el financiamiento. Asimismo, dado que esta sociedad será la dueña del proyecto que generará los flujos, será ella la que esté obligada al repago del financiamiento.

En razón de que esta sociedad tiene como objeto el desarrollo del proyecto, su existencia está limitada a la vida del mismo. Así por ejemplo, una

sociedad concesionaria de una obra o servicio público será liquidada luego de que se produzca la terminación de la respectiva concesión.

Por lo general se usan sociedades anónimas como vehículos especiales, por la flexibilidad que brindan en cuanto a la estructuración del capital y la limitación de responsabilidad de la que gozan los accionistas (patrocinadores). No obstante, eventualmente podría usarse como vehículo especial cualquier otra forma societaria o figura legal, pudiendo ser incluso un fideicomiso, en la medida que permita limitar la responsabilidad de los patrocinadores y asignar riesgos entre las partes conforme a los requerimientos de las instituciones financieras.

El vehículo especial y, obviamente, la estructura de la operación deben ser elegidos buscando la mayor eficiencia de costos y la menor carga tributaria para las partes.

Los objetivos principales de usar una sociedad de propósito exclusivo, entre otros, son los siguientes:

- (i) “Sacar” al proyecto del balance de los patrocinadores, a fin de que el flujo de fondos del proyecto únicamente se encuentre afectado por los riesgos del propio proyecto. Así, los flujos que produce el proyecto no son afectados por los malos resultados que podría obtener una empresa en sus demás actividades y proyectos. Esto resulta también aplicable a los demás activos del proyecto, que podrían ser embargados o afectados de alguna manera por terceros acreedores por causa de las deudas de la empresa originadas en sus demás actividades. De ahí que se diga que el proyecto se financia “fuera de balance”⁶. Por otro lado, esta característica también beneficia a los propios patrocinadores, pues le permite que aíslen el riesgo del proyecto de sus otros negocios.
- (ii) Permitir y facilitar el control sobre la administración del proyecto y sobre el uso de los flujos, lo que se explica líneas abajo.
- (iii) Organizar mejor la participación de los patrocinadores en la administración del

⁵ En este ejemplo, en los quince años restantes del plazo de la concesión los fondos generados por la explotación de la infraestructura pública o, de no ser éstos suficientes, el cofinanciamiento otorgado por el Estado (aporte a favor del concesionario de sumas fijas pactadas en el respectivo contrato de concesión) serían destinados a su mantenimiento y conservación.

⁶ VILLEGAS, Carlos Marcelo y Carlos Gilberto VILLEGAS. Op. cit. p. 650.

proyecto y en el negocio en sí, en base a las habilidades y experiencia de cada uno. Es común ver que en un proyecto de infraestructura participen, por ejemplo, una empresa constructora, una empresa proveedora de equipos y una empresa especializada en la operación de la infraestructura en particular (por ejemplo, de una central hidroeléctrica). Cada una tiene un interés particular en el proyecto y tiene algo que aportar al mismo.

- (iv) Alinear los intereses de los acreedores. Esto se da porque la sociedad no realiza actividades diferentes a las del proyecto y los acreedores son básicamente las instituciones financieras que han proveído de fondos a la sociedad para el desarrollo del proyecto y no para otra cosa. De esta manera, todos los acreedores de la sociedad de propósito exclusivo están enfocados en el éxito del proyecto.

Así, aislar el proyecto y mantenerlo fuera del balance de los patrocinadores resulta ser lo más eficiente para todas las partes.

E. Sin recurso o recurso limitado

Como hemos señalado anteriormente, en un *project finance* los proveedores de financiamiento para el proyecto no tienen recurso contra los patrocinadores del mismo o sólo tienen recurso limitado contra ellos. La responsabilidad limitada de los patrocinadores va de la mano con el uso de la sociedad de propósito exclusivo y el capital que aportan a la misma.

En tal sentido, si la sociedad incumple con el repago del financiamiento, los respectivos proveedores de fondos no podrán demandar a los patrocinadores para que cumplan con el pago de la deuda. Sólo podrán ir contra la sociedad y ejecutar las garantías que ésta o los patrocinadores hubieran otorgado. Así, por ejemplo, es común que los patrocinadores graven las acciones o participaciones de su propiedad que representan el capital de la sociedad.

No obstante ello, dada su naturaleza sin recurso o con recurso limitado, adicionalmente a las garantías de la sociedad o los patrocinadores, es usual, y en algunas oportunidades necesario, que en un *project finance* se dé lo que se denomina un mejoramiento del crédito (*credit enhancement*), a

través de garantías otorgadas por terceros (por ejemplo, garantías de riesgo político de la Multilateral Investment Guarantee Agency (en adelante, "MIGA"), que veremos más adelante, pólizas de seguro del Export-Import Bank de los Estados Unidos de América, garantías de proveedores, etcétera) o contratos que cubren riesgos particulares (como es el caso de los contratos *take-or-pay*, que veremos más adelante).

F. Flujo de fondos

Como hemos señalado líneas arriba, la fuente principal de repago del préstamo, sino la única, está dada por el flujo de fondos (*cash flow*) que genere la explotación u operación del proyecto.

Para que el proyecto sea viable, el flujo de fondos proyectado a lo largo del plazo del proyecto debe alcanzar para el repago del financiamiento, para el pago de los costos operativos del proyecto y para dar a sus patrocinadores un rendimiento adecuado sobre el capital invertido. Al respecto, es importante tomar en cuenta que, tratándose de un proyecto nuevo, no existe historia financiera ni operativa del mismo, por lo que es indispensable hacer un análisis profundo de su viabilidad.

La buena administración del flujo de fondos es primordial para asegurar el repago a las instituciones financieras proveedoras del crédito. Por ello, dentro de una estructura de *project finance* la gerencia y los órganos de la sociedad de propósito exclusivo no tienen discrecionalidad sobre el flujo de fondos del proyecto⁷.

Los flujos pueden ser de diversos tipos, dependiendo del proyecto de que se trate. Podemos citar, a modo de ejemplo, los siguientes:

- (i) El producto de la venta de minerales, energía, gas, etcétera.
- (iii) La tarifa por el transporte de petróleo a través de un oleoducto.
- (ii) El producto del cobro del peaje en una concesión de una carretera o de la venta de tickets para un metro entregado en concesión.
- (iii) El cofinanciamiento otorgado por el Estado, que es el pago por el Estado Central, un

⁷ Ibid. p. 651.

Gobierno Regional o una Municipalidad, a favor de un concesionario, de sumas fijas pactadas en el respectivo contrato de concesión (dentro de un esquema de APP), para cubrir parcial o totalmente las inversiones, la operación o el mantenimiento de la obra o la prestación del servicio prestado por el concesionario⁸.

G. Control de la administración del proyecto

La restricción en el uso de fondos antes mencionada también alcanza a la administración de la parte operativa del proyecto. Si bien los patrocinadores se mantienen en el control de la sociedad de propósito exclusivo, ésta está sujeta a un estricto monitoreo por parte de las instituciones financieras que incluye el cumplimiento de determinadas obligaciones financieras, así como de la obligación de proporcionar información económica y financiera y del desarrollo del proyecto, en forma periódica (por ejemplo, balances trimestrales y anuales, reporte de avance de obra, reportes operativos, etcétera), y la obligación de obtener y mantener vigentes todas las licencias, permisos y autorizaciones necesarias para ejecutar y operar el proyecto.

El acceso a la información del proyecto es de vital importancia para las instituciones financieras, pues les sirve para monitorear y analizar principalmente la situación financiera y económica de la sociedad, así como los riesgos comerciales y operativos durante el avance del proyecto.

Asimismo, la sociedad está sujeta a limitaciones y restricciones respecto de los gastos e inversiones que puede efectuar, las garantías que puede otorgar a terceros, los pagos que puede realizar, las decisiones que pueden tomar sus órganos de gobierno respecto a cambios en el proyecto, reparto de dividendos, fusiones, adquisiciones, su liquidación o disolución, otorgamiento de nuevas garantías, la constitución de subsidiarias, la operación del negocio, etcétera.

En tal sentido, se establecen en el contrato de préstamo diversas obligaciones de hacer y de no hacer que tienen como misión controlar los actos de los patrocinadores y de la sociedad, a fin de

cautelar los intereses de las instituciones financieras.

H. Distribución de riesgos

Si bien hemos dejado casi para el final esta característica, no es menos importante. En realidad, es de las más relevantes en el *project finance*, pues sólo un cuidadoso análisis de los riesgos y una adecuada distribución de los mismos hacen viable el proyecto y su financiamiento. Lo hace, como se suele decir, "bancable".

En inglés se habla de la *bankability* de un proyecto, que no es otra cosa que hacer que la estructura de un proyecto y la distribución de los riesgos del mismo sean aceptables a las instituciones financieras para poner en marcha su financiamiento. En este punto debemos resaltar la importancia de la participación de los abogados, pues ellos deben diseñar la estructura contractual y de garantías que blinde de la mejor manera posible al proyecto contra los riesgos que puedan presentarse.

Pero recordemos que se está financiando un proyecto nuevo, sin historia crediticia, siendo entonces esencial poder anticipar la rentabilidad del mismo y los riesgos a los que estará sometida dicha rentabilidad.

Teniendo en consideración todos los riesgos que pueden presentarse, no deja de ser cierto que hay una cuota de "apuesta", más pequeña o más grande, por parte de las instituciones financieras que respaldan el proyecto. En efecto, hasta cierto punto no hay forma de saber si un riesgo se materializará o no en el futuro, o qué consecuencias específicas o cambios reales podrá generar. Por ello, es necesario recurrir a diversas herramientas para mitigar o limitar dichas consecuencias de producirse.

Ahora bien, los riesgos asociados a un proyecto pueden resultar de tan gran magnitud que no podrían ser asumidos por una sola parte, o no sería prudente que así sea. Dada la ausencia de recurso o el limitado recurso que existe contra los patrocinadores, el *project finance* permite que las diversas partes interesadas en el proyecto compartan los riesgos operativos y financieros, distribuyendo los riesgos entre ellas.

⁸ Al respecto, ver el inciso c) del artículo 14 del Texto Único Ordenado 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, aprobado por el Decreto Supremo 059-96-PCM.

Las instituciones financieras y cualquier inversionista que aporte capital al proyecto van a preocuparse, entonces, de saber:

- (i) Qué riesgos conlleva el proyecto.
- (ii) Quiénes van a asumir los riesgos y si los van a poder asumir apropiadamente. Los riesgos deben ser distribuidos a aquellas partes que están en mejor aptitud de controlarlos y minimizar sus efectos.
- (iii) Si el retorno que van a obtener de su inversión es adecuado para compensar los riesgos que van a asumir⁹. La correcta distribución de riesgos hace que los costos de cada parte disminuyan.

En consecuencia, se busca la forma económicamente más eficiente de distribuir los riesgos. Cualquier riesgo que no pueda ser imputado contractualmente a alguna de las partes será un riesgo residual que queda a cargo de los patrocinadores del proyecto y, por lo tanto, deberá estar cubierto por el capital aportado por éstos a la sociedad de propósito exclusivo¹⁰.

Las instituciones financieras detestan las sorpresas, lo impredecible. Ellas no querrán asumir riesgos sobre los que no sean capaces de realizar un cuidadoso análisis o cuyos efectos no puedan ser calculados o mitigados hasta cierto grado. Así, las instituciones financieras pueden asumir el riesgo de una demora razonable en la construcción de la infraestructura porque el contratista está preparado para asumir la responsabilidad de los daños que el retraso genera, pero obviamente no estarán dispuestos a asumir un retraso de tal extensión que ponga en peligro la viabilidad del proyecto¹¹.

A mayor riesgo, las instituciones financieras exigirán un mayor retorno (mayor tasa de interés),

un menor plazo para el repago del financiamiento o incluso podrán decidir no invertir. El riesgo encarece el costo del financiamiento (a mayor riesgo, más garantías, más contratos, más partes, más análisis; en conclusión, más gastos).

Entendida la importancia de la distribución de los riesgos, es claro que los riesgos deben ser plenamente identificados y analizados. Para ello se realizan **estudios de medición de riesgos** de diversa índole:

1. Técnicos

Las instituciones financieras que van a proveer de fondos al proyecto contratan ingenieros consultores independientes para que les informen, entre otras cosas, si: (a) la infraestructura puede ser construida en el plazo programado, (b) los costos de construcción son razonables y si pudieran requerirse pagos adicionales que generen sobrecostos manejables, (c) una vez terminada la construcción, la infraestructura va a servir para operar el proyecto conforme a la capacidad planeada, (d) algún aspecto técnico o avance tecnológico puede afectar el proyecto¹², y (e) si el estudio de impacto ambiental analiza correctamente los aspectos ambientales del proyecto, qué posibles impactos ambientales identifica y sus posibles consecuencias, y si ofrece medidas de mitigación y un monitoreo adecuados¹³.

Uno de los aspectos técnicos más importantes a analizar es la tecnología que va a utilizar el proyecto, si la tecnología es nueva o si ya ha sido utilizada con éxito en proyectos similares, qué vigencia probable tendrá y cuándo podría resultar obsoleta. También se analiza si el proyecto está preparado para futuras expansiones y el costo de las mismas.

Finalmente, cabe mencionar que la ubicación del sitio en el que se construirá la infraestructura es

⁹ FINNERTY, John. Op. cit. p. 34.

¹⁰ VILLEGAS, Carlos Marcelo y Carlos Gilberto VILLEGAS. Op. cit. p. 662.

¹¹ VINTER, Graham. "Project Finance. A legal guide". Londres: Sweet & Maxwell. 1998. pp. 85-86.

¹² VILLEGAS, Carlos Marcelo y Carlos Gilberto VILLEGAS. Op. cit. p. 670.

¹³ En este punto es importante señalar que cuando participan entidades financieras internacionales o multilaterales, éstas usualmente exigen que el proyecto cumpla determinados estándares medioambientales y sociales internacionales. Así, por ejemplo, la Internacional Finance Corporation (IFC), que forma parte del Banco Mundial, aplica sus propios estándares a todos los proyectos que financia y apoya a las empresas prestatarias a cumplir con dichos estándares (incluso otorga financiamientos favorables para dar solución a los problemas que se identifiquen), pero si el proyecto no cumple con sus estándares, el IFC simplemente no presta el dinero. Ya más de cuarenta instituciones financieras internacionales han adoptado los llamados Equator Principles, que constituyen un conjunto de políticas y pautas para el adecuado análisis, manejo y monitoreo de los riesgos medioambientales y sociales en los financiamientos de proyectos. Los Equator Principles fueron elaborados por un grupo de bancos internacionales, con la participación del IFC, siendo lanzados en el año 2003. Han sido revisados en el 2006 y vienen convirtiéndose en el estándar internacional aplicable a los aspectos medioambientales y sociales de los proyectos a ser financiados. Para mayor información sobre estos principios y las instituciones financieras que los han adoptado, visitar la siguiente página web: www.equator-principles.com.

primordial para el análisis técnico y económico, porque ello podrá determinar que deba construirse infraestructura adicional como caminos de acceso, extensión de la red eléctrica, campamentos para los trabajadores, etcétera.

En resumen, los ingenieros deben determinar si el proyecto será técnicamente viable.

2. Económico-financieros

Las instituciones financieras necesitan saber si el proyecto va a generar el flujo de fondos necesario para cubrir todos sus costos, incluidos los financieros referidos al repago de la deuda. Para ello, deben determinar si el valor presente¹⁴ proyectado del proyecto es positivo, es decir, si el valor presente del flujo futuro (luego de pagar los costos operativos del proyecto y el servicio de la deuda, lo que se conoce como *free cash flow*) excederá el valor presente proyectado del costo de la construcción del proyecto. En tal sentido, todos los factores que puedan afectar el flujo de fondos deben ser tomados en consideración¹⁵.

Así, los patrocinadores del proyecto elaboran un plan de negocios (*business plan*) para determinar el perfil del flujo de fondos y su comportamiento en los posibles escenarios futuros del mercado, así como un sumario de toda la información relevante del proyecto, incluyendo la experiencia de los patrocinadores.

El trabajo de los economistas y los financistas es analizar y establecer las posibles variaciones del precio del producto o servicio y su demanda, para lo cual realizan un estudio de mercado, así como de la incidencia del costo de los insumos y materias primas en el producto o servicio final a ser vendido o prestado.

Todos los costos del proyecto deben ser identificados y cuantificados, incluso los costos del capital invertido. Debe determinarse el valor de los activos que conformarán el proyecto, la rentabilidad del mismo, la situación crediticia de los patrocinadores, etcétera.

Luego de realizar el análisis crediticio, de acuerdo al perfil del flujo de fondos que se obtenga, los

financistas determinan el cronograma de repago de la deuda, tomando en cuenta las posibles variaciones en el tipo de cambio, la tasa de interés, los riesgos comerciales, el riesgo país, etcétera.

Las instituciones financieras analizan, además, la solidez económica y financiera de los proveedores de los equipos, insumos y materias primas, así como de los clientes de la sociedad de propósito exclusivo, es decir, de los compradores de los productos o los usuarios de los servicios. Para la viabilidad del proyecto se requieren contratos a largo plazo con los proveedores y los clientes, a fin de asegurar la fuente de los recursos para repagar el financiamiento.

3. Legales

Los abogados de las instituciones financieras deben estudiar el proyecto y la sociedad de propósito exclusivo, y analizar los requisitos legales que deben cumplir, incluyendo las licencias, autorizaciones y permisos que debe obtener (desde la licencia de construcción y la licencia de funcionamiento, hasta los permisos y licencias necesarias para almacenar combustibles, usar explosivos, etcétera), los derechos de los que gozará el proyecto, los títulos de las propiedades sobre las que se construirá y operará la infraestructura o se prestarán los servicios, las concesiones de las que sean titulares, según sean aplicables.

Asimismo, los abogados deben tener claro el marco aplicable y prestar atención a cualquier normatividad que pudiera dificultar el desarrollo del proyecto o generar un retraso. Se deben de tomar en cuenta incluso los plazos para obtener las licencias, autorizaciones y permisos, pues ello podría ocasionar retrasos en el cronograma del proyecto.

Los abogados realizan lo que se denomina una investigación de *due diligence* para verificar el cumplimiento de las leyes y las posibles contingencias legales (laborales, tributarias, regulatorias, medioambientales, de titulación de sus activos, etcétera). En este proceso de investigación participan abogados de diversas especialidades, pues deben cubrirse todos los

¹⁴ No es el objeto de este artículo explicar conceptos financieros como el "valor presente", pero para una mayor comprensión de estos temas pueden consultar el libro: BREALEY, Richard A. y Stewart C. MYERS. "Principles of Corporate Finance". Nueva York: McGraw-Hill. 1983.

¹⁵ FINNERTY, John. Op. cit. p. 36-37.

aspectos legales del proyecto y la sociedad de propósito exclusivo, incluyendo en muchos casos a los patrocinadores, cuando, por ejemplo, ellos también otorgan garantías.

En consecuencia, los abogados deben verificar que legalmente sea posible llevar a cabo el proyecto y que la sociedad de propósito exclusivo está cumpliendo con todos los requerimientos legales aplicables.

Si bien hemos mencionado ya varios de los riesgos que son estudiados para determinar la "bancabilidad" del proyecto, para mayor claridad pasaremos a enumerar los **tipos de riesgos** a ser tomados en cuenta para el financiamiento de un proyecto y las diversas formas de mitigarlos, sin pretender ser exhaustivos al listarlos:

3.1. Riesgo país

Crediticiamente, el riesgo país es comúnmente definido como la medida de la probabilidad que un país incumpla las obligaciones financieras correspondientes a su deuda externa. Si bien en su medición influyen factores económicos, financieros y políticos, se expresa como una prima de riesgo que se mide mediante la diferencia en la tasa exigida a los bonos soberanos del país *versus* un instrumento "libre de riesgo", como podrían ser los títulos del tesoro de los Estados Unidos de América¹⁶.

El riesgo país es tomado en consideración por los analistas de las instituciones financieras, junto con la tasa de crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) y la tasa de inflación del país, entre otros, al analizar la viabilidad del proyecto.

El riesgo país es sobre todo importante a tomar en cuenta cuando, por ejemplo, el riesgo del pago de la retribución que recibe una concesionaria de servicios públicos (sociedad de propósito exclusivo), mediante el cobro de una tarifa, es cubierto por una garantía soberana del Estado¹⁷

o cuando el Estado otorga un cofinanciamiento a favor de la concesionaria. En ambos casos las instituciones financieras tienen o eventualmente pueden llegar a tener al Estado como deudor, constituyendo el riesgo país la medida del riesgo de que efectivamente el Estado cumpla con dichas obligaciones.

En este tipo de casos tener a una entidad multilateral como la Internacional Finance Corporation (en adelante, "IFC") o la Corporación Andina de Fomento (en adelante, "CAF") dentro del grupo de financiadores del proyecto puede resultar beneficioso, pues la experiencia nos dice que el Estado difícilmente les incumplirá, ya dichas entidades proveen de fondos a los Estados para sus inversiones públicas y ejercerían mucha presión sobre el Estado.

3.2. Riesgo político

El riesgo político está referido a los actos de las autoridades políticas del país que pudieran interferir con el desarrollo del proyecto o que pudieran afectar la viabilidad económica financiera del mismo. Entre los riesgos políticos podemos mencionar los siguientes:

- (i) Cambios en las leyes: así, por ejemplo, un cambio en una norma tributaria podría imponer un costo significativamente mayor al proyecto (por ejemplo, un aumento en la tasa del Impuesto a la Renta). Este riesgo puede ser mitigado mediante la celebración de contratos de estabilidad jurídica, al amparo de los Decretos Legislativos 662 y 757¹⁸, y, de tratarse de proyectos mineros, contratos de estabilidad tributaria, al amparo del Texto Único Ordenado de la Ley General de Minería, aprobado por el Decreto Supremo 014-92-EM¹⁹.
- (ii) Expropiación y nacionalización: para este tipo de riesgos se pueden tomar seguros de entidades multilaterales como la MIGA²⁰,

¹⁶ Se considera que los títulos del tesoro americanos no tienen probabilidad de incumplimiento.

¹⁷ La dación del Decreto Supremo por el cual se otorgue la garantía del Estado deberá ser condición precedente para la suscripción del respectivo contrato de concesión, conforme con lo establecido en el artículo 1357 del Código Civil y en el artículo 2 del Decreto Ley 25570, modificado por el artículo 6 de la Ley 26438.

¹⁸ Mediante dichos contratos se puede estabilizar por diez años el régimen tributario referido al Impuesto a la Renta vigente al momento de celebrarse el contrato, el régimen de libre disponibilidad de divisas, el derecho a la libre remesa de utilidades, dividendos, capitales y otros ingresos que se perciban; el derecho a utilizar el tipo de cambio más favorable que se encuentre en el mercado cambiario, el derecho a la no discriminación, los regímenes de contratación de trabajadores en cualquiera de sus modalidades, los regímenes de promoción de exportaciones y, en el caso de los contratos de arrendamiento financiero, el régimen tributario.

¹⁹ Mediante dichos contratos se obtiene la estabilidad tributaria y de otros derechos similares a los mencionados en la nota anterior, por un plazo de diez o quince años, dependiendo del monto de la inversión.

²⁰ Según el caso, la MIGA cubre también riesgos relativos a la remesa de divisas, guerra y disturbios políticos, e incumplimiento de contrato por parte del Estado.

agencias gubernamentales (Overseas Private Investment Corporation, OPIC, Nippon Export and Investment Insurance, NEXI) o compañías de seguros especializadas que cubren las pérdidas originadas por este tipo de riesgos.

- (iii) Guerra y disturbios políticos: estos riesgos también pueden cubrirse con seguros de las entidades mencionadas en el numeral anterior.
- (iv) No obtención de licencias, permisos y autorizaciones: en el caso de los contratos de concesión usualmente se estipula que el Estado se compromete a facilitar y colaborar en su tramitación. De esta manera el riesgo se pone en cabeza del Estado y esto puede originar extensiones en el plazo de la concesión.

3.3. Riesgos cambiarios

La inconvertibilidad de la moneda es un riesgo relevante, pues los flujos que recibe la sociedad de propósito exclusivo pueden estar denominados en Nuevos Soles y el servicio de la deuda se tiene que atender en moneda extranjera. Para cumplir con el pago de la deuda la sociedad requiere cambiar de moneda. Este riesgo puede cubrirse con seguros como los antes mencionados o mitigarse manteniendo cuentas de garantía en el exterior con depósitos en la moneda del servicio de deuda.

Para reducir el riesgo de las fluctuaciones en el tipo de cambio también pueden contratarse coberturas (futuros, *swaps*, etcétera).

3.4. Riesgos comerciales

Son los riesgos propios del proyecto. Podemos mencionar los siguientes:

- (i) Sobrecostos y retrasos en la construcción y puesta en funcionamiento: los sobrecostos son usualmente evitados pactándose en los contratos de construcción el precio de la obra a suma alzada (precio fijo).

Los retrasos en la entrega de la obra y en la puesta en marcha del proyecto generan demora en la generación de los flujos del proyecto, tema crucial para la viabilidad del proyecto. Por los retrasos se imponen

penalidades al contratista, cuyo pago es cubierto por garantías de fiel cumplimiento otorgadas por éste (cartas fianza, cartas de crédito *stand-by* o pólizas de caución emitidas por compañías de seguros). Aquí el riesgo se transfiere al contratista de la obra, por lo que éste debe ser una empresa de reconocida solidez y prestigio.

- (ii) Mercado de los productos o servicios: La demanda puede llegar a no ser suficiente para generar los fondos necesarios para cubrir los costos del proyecto y el repago del financiamiento. Este riesgo puede ser mitigado mediante la celebración con los clientes de contratos de venta o suministro a largo plazo con precios prefijados. Es el caso, entre otros, de los contratos "*take-or-pay*".

- (iii) *Performance*: podría suceder que la producción o la capacidad de la infraestructura para prestar el servicio sea insuficiente, es decir, menor a la proyectada, y, por lo tanto, la generación de fondos no sea la esperada. Para este tipo de casos se pueden otorgar determinadas garantías (*cash deficiency agreement*), o puede haberse pactado la obligación de los patrocinadores de realizar un aumento de capital para cubrir el costo de la solución al problema. Incluso pueden exigirse contractualmente que se mantengan cuentas de reserva (*escrow*) con fondos suficientes para cubrir un déficit temporal de flujos.

- (iv) Escasez de insumos o materias primas, o alza significativa de sus precios: este riesgo puede mitigarse mediante la celebración de contratos de cobertura o, también, de contratos con los proveedores a largo plazo, con precios prefijados y/o que contemplen mecanismos de compensación en el caso de escasez, de manera que el proveedor pague a la sociedad de propósito exclusivo una suma suficiente para cubrir sus costos operativos y el servicio de deuda durante el período que dure la escasez o la dificultad de proveer los insumos y las materias primas. Es el caso, entre otros, de los contratos "*supply-or-pay*".

- (v) Riesgo financiero: la subida de las tasas de interés podría poner en peligro la capacidad de repagar el financiamiento, teniendo en cuenta que en los *project finance* usualmente se pactan tasas de interés variables (Libor¹ más

¹ Nota del editor: London Interbank Offered Rate. Tasa de interés bancario de Londres, de frecuente aplicación internacional.

un *spread*, por ejemplo). Este riesgo es generalmente mitigado con el uso de *swaps* de tasas de interés.

(vi) Eventos imprevisibles: es el caso de accidentes o eventos que causan daños o destruyen la infraestructura, o que causan perjuicios a la sociedad de propósito exclusivo, como podrían ser casos fortuitos o de fuerza mayor. Los daños y perjuicios que generan estos eventos son cubiertos por pólizas de seguro. Pero también es común que se pacte en los contratos de construcción que los eventos no imputables a la sociedad de propósito exclusivo sean de responsabilidad del contratista.

(viii) Costos de transacción: debido a la complejidad de su estructuración, los costos de transacción de un *project financing* son muy elevados. Esta es una de las limitaciones reconocidas del *project finance*.

IV. DIFERENCIAS CON EL FINANCIAMIENTO DIRECTO

Bueno, luego de haber descrito en detalle las características del *project finance* podemos ver que existen varias diferencias importantes con el financiamiento directo que se otorga a cualquier empresa. Enumeramos las siguientes²¹:

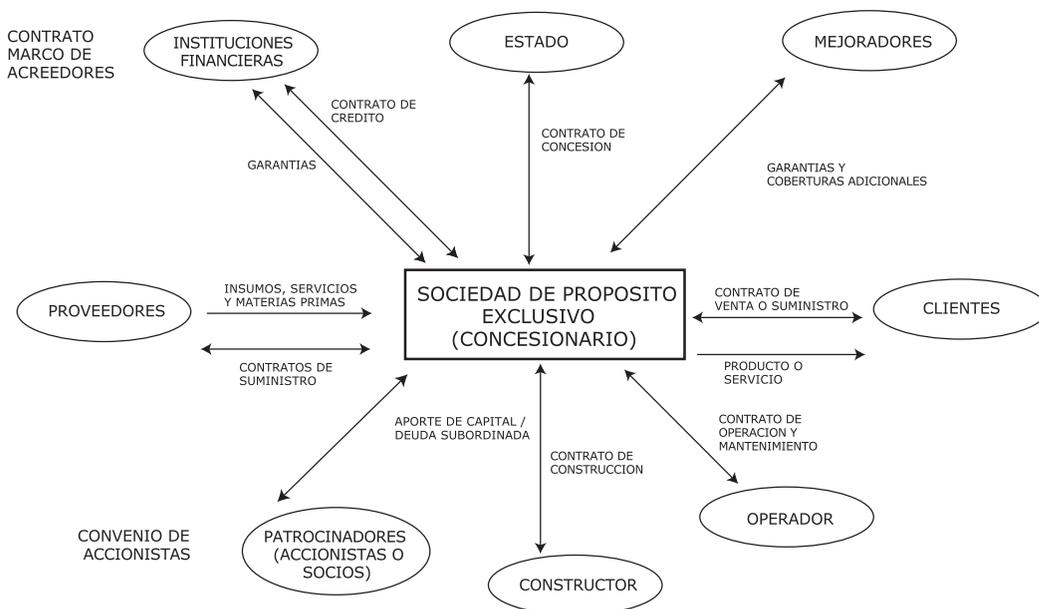
Criterios	Financiamiento Directo	<i>Project Finance</i>
Organización	Sociedad con propósitos múltiples donde se entremezclan los flujos.	Sociedad de propósito exclusivo ("fuera de balance").
Control y monitoreo	Administración en manos de la gerencia, el directorio y los accionistas controladores. Monitoreo limitado.	Administración también en manos de la gerencia y el directorio, pero bajo monitoreo cercano y constante de los prestamistas, y sujeto a obligaciones de hacer y de no hacer que limitan su actuar.
Distribución de riesgos	Con recurso. Riesgo se distribuye entre la empresa y sus accionistas. Se exponen al riesgo todos los activos de las diferentes actividades de la empresa.	Sin recurso o recurso limitado. Riesgos son distribuidos entre las partes, según quién los pueda asumir más eficientemente. Se exponen al riesgo sólo los activos del proyecto.
Flexibilidad	Financiamiento puede lograrse rápidamente.	Financiamiento necesita de una estructuración compleja que requiere de mucho tiempo para desarrollarse.
Flujos	Flujos del negocio se utilizan para las diversas actividades de la empresa. Los accionistas tienen mayor libertad para decidir el destino del <i>free cash flow</i> .	Flujos se usan sólo para mantener operativo el proyecto, repagar el financiamiento y brindar retorno a los patrocinadores. Estos no tienen mucha libertad para decidir sobre el <i>free cash flow</i> , pues contractualmente se fija su destino.
Garantías	Servicio de deuda no está garantizado necesariamente con los activos de la empresa.	Servicio de deuda está garantizado con todos los activos del proyecto.

²¹ FINNERTY, John. Op.cit. pp. 25-27.

V. ESTRUCTURA

Como hemos podido observar, aún sin haber entrado a detallar las partes que intervienen en el *project finance* y los documentos que son necesarios para establecer una sólida relación

contractual entre las partes, la estructura de un *project financing* es bastante compleja. Para facilitar su entendimiento, presentamos un esquema de las partes que intervienen y de los contratos que se celebran usualmente en una operación de este tipo:



VI. PARTES INVOLUCRADAS

Los principales actores de un *project financing* son los siguientes:

A. La sociedad de propósito exclusivo

Es el vehículo especial que mencionábamos anteriormente, quien asume la titularidad de los activos, derechos y contratos del proyecto.

B. Socios o accionistas

Son los patrocinadores o *sponsors* del proyecto, de los que hemos hablado a lo largo de este artículo. Cada uno tiene una experiencia o *know-how* que se complementan y que sirven al desarrollo del proyecto. No obstante, pueden también haber socios puramente capitalistas que esperan un retorno interesante para su inversión, pero que no participan de la construcción y/u operación del proyecto (pueden ser acreedores subordinados o accionistas titulares de acciones de una clase especial o sin derecho a voto).

C. Instituciones financieras

Son las que otorgan el financiamiento del proyecto y pueden ser bancos locales o extranjeros, entidades gubernamentales extranjeras (Overseas Private Investment Corporation, Netherlands Development Finance Company, Export-Import Bank of the United States, Banco de Cooperación Internacional de Japón) o entidades multilaterales (IFC, CAF), siendo generalmente una mezcla de ellos.

D. Estado

El Estado, en sus tres niveles de gobierno (central, regional y local), actúa como concedente cuando se trata de un proyecto público cuya construcción y operación se transfiere al sector privado a través de una concesión. En estos casos también interviene el regulador del servicio público de que se trate (OSITRAN, OSINERG, etcétera). Cuando se trata del gobierno central, éste actúa como concedente a través de un Ministerio, según el sector al que corresponda el proyecto.

E. Constructor

Es el contratista de la obra. Dependiendo de la envergadura de la misma, utiliza también subcontratistas.

F. Operador

Dado que la sociedad de propósito exclusivo es nueva y no tiene la experiencia para desarrollar el proyecto, contrata a una tercera empresa, que usualmente es uno de los patrocinadores del proyecto, para que opere y administre el proyecto en base a su experiencia, capacidad y *know-how*. Las instituciones financieras ponen todos los ojos sobre la elección del operador, por su trascendencia en el éxito del proyecto. La sociedad y el operador celebran el denominado “contrato de operación y mantenimiento”.

G. Proveedores

Los proveedores de insumos, servicios y materias primas, como podría ser la empresa de suministro de energía eléctrica.

H. Clientes

Los clientes o adquirentes de los productos, recursos o servicios que, dependiendo del tipo de proyecto, pueden ser locales o extranjeros, como es el caso de los usuarios de un aeropuerto, los clientes de una empresa de distribución eléctrica, los *brokers* internacionales de minerales o los importadores extranjeros de gas natural.

I. Compañías de seguros y demás proveedores de garantías

VII. CONTRATOS

Los contratos son piezas claves en un *project financing*. Son necesarios para establecer una sólida relación contractual entre las diversas partes. El *project finance* sólo puede funcionar para aquellos proyectos en los cuales se establecen relaciones estables y duraderas a un costo razonable. Tratándose de proyectos y financiamientos a largo plazo, se requieren

también contratos que establezcan relaciones a largo plazo.

Ahora bien, existen dos grandes grupos de contratos: los relacionados al proyecto en sí mismo y los relacionados al financiamiento. En el primer grupo podemos encontrar, entre otros, al contrato de concesión (de ser el caso), al contrato de construcción, a las pólizas de seguro, al contrato de operación y mantenimiento²², al convenio de accionistas, a los contratos de estabilidad²³, a los contratos con los proveedores²⁴ y a los contratos con los clientes²⁵. En el segundo grupo podemos encontrar, entre otros, al contrato de crédito, al contrato marco de acreedores, al contrato marco de garantías y a los diversos contratos de garantías.

A lo largo de este artículo hemos hecho referencia a varios de estos contratos, quizá sin nombrarlos. Pasemos a explicar los más relevantes:

A. Contrato de concesión

En las concesiones de obra pública de infraestructura, es el contrato entre la sociedad de propósito exclusivo (el “concesionario”) y el Estado, en cualquiera de sus tres niveles de gobierno, mediante el cual se le otorga a la primera la ejecución y explotación de una obra pública de infraestructura. Conforme a éste, la sociedad se obliga a construir, operar y mantener una obra pública de infraestructura. El contrato de concesión le otorga al concesionario el derecho a cobrar tarifas, precios, peajes o aplicar otro sistema de recuperación de la inversión²⁶.

Cuando el proyecto se encuentra enmarcado en una concesión, el contrato de concesión constituye el acto principal de la operación, bajo el cual se desarrollarán los demás contratos.

De acuerdo a ley, el plazo de vigencia de los contratos de concesión no podrá exceder los sesenta años, pero la experiencia hasta el momento es que se otorguen concesiones por veinticinco o treinta años, prorrogables por un período adicional. En el Perú las concesiones sobre obras públicas de infraestructura se han otorgado

²² Al respecto, consultar el apartado F de la sección VI del presente artículo.

²³ Al respecto, consultar el acápite III.H.(3).(3.2).(i) del presente artículo.

²⁴ Al respecto, consultar el acápite III.H.(3).(3.4).(iv) del presente artículo.

²⁵ Al respecto, consultar el acápite III.H.(3).(3.4)(ii) del presente artículo.

²⁶ Para mayor detalle, revisar los Decretos Supremos 059-96-PCM y 060-96-PCM, así como la Ley Marco de Promoción de la Inversión Descentralizada - Ley 28059 y su Reglamento, aprobado por el Decreto Supremo 015-2004-PCM, según ha sido modificado.

bajo esquemas BOT, es decir, que las obras son de dominio del Estado y, por lo tanto, el concesionario no puede gravarlas a favor de sus acreedores.

Los contratos de concesión definen a qué acreedores del concesionario se les permitirá calificar para solicitar el repago del financiamiento en el caso de la caducidad de la concesión (“acreedores permitidos”) y qué garantías podrá otorgar el concesionario a dichos acreedores (“garantías permitidas”). La regulación contractual de estos dos temas es básica, por lo que los abogados de las instituciones financieras que provean de fondos al concesionario deben prestarle mucha atención y, de ser el caso, sugerir las modificaciones necesarias para que el proyecto sea “bancable”²⁷. La meta en este punto es hacer que dichas instituciones financieras califiquen como “acreedores permitidos” y puedan ser beneficiarios de las “garantías permitidas”, obteniendo para ello, de ser aplicable, la autorización del Estado.

Entre las “garantías permitidas” podemos mencionar las siguientes:

- (i) Hipoteca sobre el derecho de concesión, conforme a lo previsto en la Ley 26885.
- (ii) Garantía mobiliaria o fideicomiso en garantía sobre los ingresos del concesionario bajo el contrato de concesión. Esta garantía es sin duda esencial en un *project financing*, pues permite tomar control sobre el flujo de fondos del proyecto.
- (iii) Garantía mobiliaria sobre las acciones o participaciones del concesionario.

B. Contrato de construcción

Es el contrato celebrado entre la sociedad de propósito exclusivo y la empresa constructora (el “contratista”), para la construcción de la infraestructura que conforma el proyecto. El contrato de construcción ocupa la primera etapa del proyecto que es la más vulnerable de todas, pues del cumplimiento correcto y oportuno de

este contrato depende el inicio de la operación del proyecto y, por lo tanto, de la generación de los tan deseados ingresos.

A fin de darle previsibilidad al proyecto y minimizar los riesgos²⁸, los contratos de construcción en proyectos financiados bajo la técnica del *project finance* tienen por lo general las siguientes características básicas:

- (i) Son contratos “llave en mano”, es decir, que el contratista estará a cargo del diseño y la ingeniería integral de la obra, de la construcción, montaje y suministro de todo el equipamiento necesario, hasta la puesta en marcha de la obra, incluyendo la realización de las pruebas respectivas, la operación experimental y el período de garantía que se otorga para comprobar que la obra ha sido correctamente ejecutada y no presenta fallas. El contratista debe pues entregar la obra finalizada y totalmente operativa (como suele decirse, “que sólo falte darle vuelta a la llave”). Para ello se utilizan los contratos de construcción conocidos como “EPC” (*Engineering, Procurement and Construction Agreements*).
- (ii) Son contratos a “suma alzada”, es decir, el precio integral de la obra es fijo y a todo costo, aunque por lo general los contratos prevén determinadas circunstancias en las que se pueden realizar ajustes al precio (por ejemplo, cambios en las leyes). El contratista asume el riesgo del alza de los precios de los materiales y equipos. Esto permite asignar un monto determinado a la obra en el presupuesto del proyecto, permitiendo que cuadre correctamente con el plan financiero elaborado bajo el financiamiento.
- (iii) Son contratos a “plazo fijo”, es decir, tienen fechas fijas para la entrega de la obra y para su puesta en marcha. Esto es importante para el cumplimiento del cronograma fijado con las instituciones financieras.

En el caso de obras con contratistas extranjeros, es usual que se utilice un formato FIDIC²⁹ de

²⁷ Si bien los contratos de concesión suelen ser flexibles en cuanto al tipo de acreedores que pueden calificar, se ha dado en la práctica que algunos contratos presentaban limitaciones que afectaban negativamente la estructuración del financiamiento, lo cual generó que el concesionario solicite al Estado las modificaciones necesarias, siendo en su mayoría aceptadas por éste para viabilizar el desarrollo del proyecto.

²⁸ Al respecto, consultar los acápites III.H.(3).(3.4)(i) y III.H.(3).(3.4)(vi) del presente artículo.

²⁹ Es la Federación Internacional de Ingenieros Consultores, que agrupa actualmente a aproximadamente setenta y organizaciones nacionales de ingenieros y que tiene como miembros y afiliadas a reputadas empresas de construcción e ingeniería a nivel mundial. Para mayor información sobre la FIDIC, visitar la siguiente página web: www.fidic.org.

contratos de construcción (*Silver Book*), que es un formato estándar de contrato de construcción de uso internacional y conocido por las instituciones financieras internacionales en general. Por ello, su uso facilita la negociación y celebración del contrato, reduciendo sus costos de transacción.

C. Contrato de crédito

Es el contrato de préstamo celebrado por la sociedad de propósito exclusivo (el “prestatario”) y las instituciones financieras que van a proveer fondos para el desarrollo del proyecto.

Hablamos de un contrato de crédito y no de otras alternativas de financiamiento porque tradicionalmente los bancos comerciales, las entidades gubernamentales extranjeras y las entidades multilaterales han sido las principales fuentes de financiamiento de los proyectos a través del otorgamiento de préstamos. Resulta además difícil que otros proveedores de crédito asuman el riesgo de la etapa de construcción, que como hemos señalado anteriormente, es la de mayor riesgo, salvo que se obtengan garantías bancarias o de entidades internacionales que lo cubran. Pero esto último resulta generalmente muy costoso.

Así, la posibilidad de recurrir al mercado de capitales mediante, por ejemplo, la emisión de bonos, se ve limitada por la necesidad de que las obligaciones a emitirse reciban una calificación mínima de riesgo. Esta calificación mínima no puede asegurarse porque el emisor de las obligaciones sería una sociedad de propósito exclusivo constituida especialmente para el desarrollo del proyecto y que no tiene historia crediticia, pues como hemos mencionado anteriormente, el proyecto es nuevo y, por lo tanto, no existe historia financiera ni operativa del mismo. Sin embargo, una vez iniciada la operación del proyecto y existiendo ya un flujo de fondos puede accederse al mercado de capitales para refinanciar la deuda en condiciones más favorables³⁰.

No obstante, hoy en día hay una nueva tendencia al uso de la titulización (*securitisation*) de las

cuentas por cobrar de los proyectos para levantar fondos. Así, para el financiamiento de las concesiones cofinanciadas por el Estado peruano se han titulado ciertos flujos futuros a ser provistos por el Gobierno mediante los documentos denominados Certificados de Reconocimientos de Derechos al Pago Anual de Obras (CRPAO)³¹.

Ahora bien, volviendo al contrato de crédito, dado que un proyecto implica el financiamiento de decenas o cientos de millones de dólares, lo usual es que participen en el mismo varias instituciones financieras, nacionales o extranjeras, privadas, estatales o internacionales. En vez de negociar con cada una de ellas por separado, lo cual resultaría muy complejo y costoso, el financiamiento se formaliza a través de lo que se denomina un “contrato de préstamo sindicado” (*syndicated loan agreement*).

Mediante un préstamo sindicado varias instituciones financieras ponen a disposición del prestatario un monto determinado de dinero (que es la suma de los montos que cada institución compromete) por un plazo determinado (un plazo largo, en el caso del *project finance*), y lo instrumentan en un contrato común a todas las partes. Es decir, se incluye en un solo documento varios créditos individuales otorgados por varias instituciones financieras, pero sujetos a los términos y las condiciones de un único contrato. A su vez, dicho contrato se encuentra bajo la administración de un banco agente (el “agente administrativo”) a través del cual todas las instituciones financieras participantes del crédito mantienen relación con el prestatario en forma colectiva. Al banco agente cada una de las demás instituciones financieras le otorga un mandato para que la represente frente al prestatario y administre el crédito.

Lo importante es que cada institución financiera mantiene derechos y obligaciones crediticias individuales frente al prestatario, es decir, que las instituciones financieras se obligan en forma mancomunada. Cada una se compromete a prestar una porción determinada del crédito y no asume

³⁰ Usualmente en el mercado de capitales se obtienen menores tasas de interés o tasas fijas.

³¹ En efecto, en el Perú se vienen utilizando con éxito para el financiamiento de los proyectos de las carreteras interoceánicas IIRSA Norte e IIRSA Sur (concesiones cofinanciadas por el Estado), los denominados Certificados de Reconocimiento de Derechos al Pago Anual por Obras (CRPAO). Estos instrumentos incorporan en un documento libremente transferible una promesa irrevocable e incondicional de pago por parte del Estado de un monto fijo establecido en el propio CRPAO, correspondiente al valor asignado a un determinado avance de la obra. Así, los múltiples CRPAO que son emitidos en un proyecto pueden ir siendo transferidos por el concesionario a un fideicomiso de titulización, para que con cargo al patrimonio fideicometido correspondiente se emitan bonos vía oferta pública o privada a favor de inversionistas institucionales, de manera que las obligaciones de pago de los bonos sean cumplidas con los fondos que pague el Estado periódicamente al fideicomiso conforme con lo establecido en cada CRPAO.

obligaciones solidarias con las demás instituciones financieras respecto de sus porciones. La sindicación de un préstamo no constituye un consorcio o una asociación en participación, ni ningún tipo de sociedad. La relación entre los bancos es una de colaboración y tiene únicamente una naturaleza contractual atípica, pues no está regulada expresamente por la ley³².

Así, los derechos crediticios de los miembros del sindicato (llamados usualmente "bancos sindicados") no se encuentran subordinados entre sí, sino que mantienen un rango o prioridad idéntico ante un escenario de insolvencia del prestatario, y tampoco se encuentran subordinados respecto del resto de acreedores pues los bancos sindicados son beneficiarios de las garantías que gravan prácticamente todo el patrimonio del prestatario.

Las decisiones relevantes del crédito son tomadas por acuerdo de los bancos sindicados. Así, dependiendo de la trascendencia de cada decisión se establecen mayorías especiales. Las decisiones meramente administrativas y del día a día se dejan en manos del banco agente. La relación entre los bancos sindicados puede ser instrumentada en el propio contrato de préstamo sindicado, pero usualmente es instrumentado en el denominado "contrato marco de acreedores" en el que no participa el prestatario.

El agente administrativo tiene un rol central en el préstamo sindicado, que implica mucha responsabilidad, por lo que es usual que sus funciones y los límites a su responsabilidad frente a los demás bancos sindicados y frente al propio prestatario se establezcan con mucho detalle.

Asimismo, los bancos sindicados designan a un banco agente de garantías para que los represente en los contratos de garantía y, de ser el caso, ejecute las garantías. Esta designación y la relación que se crea puede ser instrumentada en el propio contrato de préstamo sindicado, pero usualmente es instrumentado en el denominado "contrato marco de garantías", en el que además se establecen los términos y condiciones comunes a todas las garantías del préstamo.

Las garantías de un *project financing* comprenden, entre otros: (i) todos los activos del proyecto

(bienes muebles e inmuebles, tangibles e intangibles); (ii) el flujo de fondos que genera el proyecto, incluyendo las cuentas bancarias a través de las cuales se mueve dicho flujo y en las que se retienen montos de reserva para el servicio de deuda; (iii) el derecho de concesión, de ser el caso; (iv) la cesión de los demás contratos del proyecto y de los derechos relacionados al proyecto a favor del agente de garantías, incluyendo los respectivos permisos, autorizaciones y licencias, en la medida que ello sea posible legalmente, y la garantía de fiel cumplimiento del contrato de construcción, así como de los contratos con los proveedores y los clientes; (v) el endoso o cesión de las pólizas de seguro a favor del agente de garantías; y (vi) las acciones del prestatario (de propiedad de los patrocinadores).

Finalmente, es importante señalar que, siendo contratos en los que participan instituciones financieras de diversos países, que buscan la mayor seguridad jurídica posible y el menor grado de incertidumbre, los contratos de préstamo sindicado y los demás contratos del préstamo (excepto por las garantías constituidas sobre bienes y cuentas ubicados en el Perú) están usualmente sujetos en forma expresa a una ley extranjera y a la jurisdicción de los tribunales de un país extranjero, siendo muy común que se pacte la ley y los tribunales del Estado de Nueva York en los Estados Unidos de América, o la ley y los tribunales ingleses, por considerarse las plazas y tribunales con mayor experiencia, conocimiento y predictibilidad en materia de financiamientos.

VIII. FUTURO DEL *PROJECT FINANCE*

No obstante la existencia de otras alternativas que puedan ser desarrolladas en el futuro, no cabe duda de que el *project finance* es una técnica muy útil y que, por sus características y beneficios, seguirá siendo utilizada de manera general en todo el mundo para el financiamiento de proyectos de gran envergadura. Esto último es totalmente aplicable al Perú, pues el déficit de infraestructura que existe en el país augura la ejecución de muchos proyectos importantes en un futuro cercano utilizando el *project finance* como su esquema de financiamiento.