



El “Project Finance” (I/II)

Conceptos básicos

Este artículo es el primero de dos, mediante los cuales se ilustrará el método de financiación de infraestructuras conocido como “Project Finance”. Este primer artículo tiene un enfoque más teórico, introduciendo los conceptos básicos. El segundo artículo, por oposición es más práctico, y en el se analizarán cuáles son las características de la implantación, qué objetivos buscan los participantes y cuáles son los principales problemas reales que pueden aparecer. El “Project Finance” está adquiriendo una creciente popularidad, ya que el tamaño medio de los proyectos financiados es cada vez menor, se usa con mayor frecuencia, y esto motiva que las entidades financieras se sienten más cómodas promoviendo por tanto su uso. En los años 70 se empleaba principalmente para financiar grandes proyectos industriales, en la actualidad se ha extendido el uso a huertos solares, parques eólicos o autopistas, entre otros muchos tipos de proyectos.



Luis Garvía Vega

Ingeniero Industrial del ICAI, promoción 2002.

Doctorando en ICAE en la línea de investigación sobre “Project Finance”. Trabaja como consultor para empresas e instituciones en el ámbito de la financiación estructurada de proyectos industriales.

Comentarios a:
comentarios@icai.es

Definición

El “Project Finance” consiste en la financiación de un activo fijo, normalmente de vida limitada, mediante la creación de una compañía independiente tanto legal como económicamente financiada con deuda sin recurso (y capital de uno o más patrocinadores) que financie únicamente el mencionado activo fijo.

Es decir, se puede entender por “Project Finance” la financiación de un proyecto sin recurrir a garantías adicionales a las que proporciona el propio proyecto (mediante los flujos de caja futuros). El proyecto es, por lo tanto, un fin en sí mismo, una entidad independiente que

nace mediante la creación de una sociedad cuyo objeto social es la realización y explotación del propio proyecto. Los socios de la sociedad vehículo son denominados promotores del proyecto y pondrán en riesgo únicamente el capital social aportado. Las entidades de crédito, si el proyecto es adecuado, financiarán la sociedad sin exigir ninguna garantía, esperando que el proyecto sea capaz de devolver la deuda y los intereses correspondientes.

Aunque el concepto es sencillo, la puesta en práctica es complicada y lleva asociados unos costes fijos importantes. El proyecto tiene que estar perfectamente definido tanto le-

gal como técnicamente. La definición legal implica la realización de contratos entre los participantes, en los que se definen las funciones, riesgos y responsabilidades y se regulan las relaciones que tengan (un "Project Finance" típico puede implicar fácilmente la firma de más de 40 contratos), con el correspondiente pago de los honorarios a los abogados. La definición técnica conlleva estudios de demanda, estudios de viabilidad económica, la elaboración de un modelo financiero y la realización de diversos trabajos con el fin de minimizar los distintos riesgos que pueden ocurrir durante el desarrollo del proyecto. Otro aspecto que contribuye a elevar el coste y la complejidad del "Project Finance" es el proceso de "due diligence" que exigen las entidades de crédito antes de otorgar la financiación, mediante el cual se realiza una auditoría de la viabilidad del proyecto.

Por todo lo anterior, en origen sólo era posible financiar proyectos de gran tamaño. Según los proyectos se han ido estandarizando, ha sido posible también estandarizar los pasos necesarios para la realización del "Project Finance", pudiendo en determinados casos reducir significativamente los costes asociados y abordar la financiación de proyectos de un menor tamaño.

Características de los proyectos

No todos los proyectos pueden, en la práctica, ser financiados mediante el "Project Finance". El objetivo de la presencia de avales y garantías en los métodos tradicionales de financiación de proyectos no es otro que asegurar frente a eventualidades la suma del capital invertido en la financiación de la operación. Por ello, el proyecto y su entorno tienen que presentar unas características tales que garanticen en cierto modo el capital invertido. Estas características son las siguientes:

- El proyecto tiene que ser claramente identificable como actividad independiente de cualquier otra actividad desarrollada por alguno de los participantes del proyecto.
- Los flujos de caja que vaya a generar el proyecto han de ser predecibles y estables. Éste es el caso de los proyectos relacionados con la electricidad, el petróleo, el gas, las autopistas o el agua. Como ejemplo de la posición contraria, la rentabilidad de una infraestructura destinada al ocio depende del éxito de la propuesta, de la moda y de diversos factores que introducirían un mayor riesgo e inestabilidad.

- Los integrantes del proyecto deben tener solvencia tanto económica como técnica y una capacidad de gestión probada.
- Por último, el entorno legal, económico y social en el que se desarrolla el proyecto debe de ser adecuado y estable.

Estructura de los proyectos

Un proyecto que necesite ser financiado mediante un "Project Finance", se puede dividir en tres etapas claramente diferenciadas (ver Figura 1).

Fase previa

La motivación por la que surge un proyecto es muy diversa. Durante esta etapa, se estudia la posibilidad de realizar el proyecto empleando diversas técnicas y cubriendo distintas etapas. Una vez decidido se planifica en detalle el mismo. La planificación del proyecto incluye, entre otros aspectos, la búsqueda de las mejores soluciones técnicas, la búsqueda de los inversores y métodos de financiación, así como la anticipación de los posibles contratiempos que puedan ocurrir.

En el caso muy probable y común de que tras el estudio de viabilidad se optase por no realizar el proyecto, el desembolso incurrido durante esta etapa se habría hecho a fondo perdido.

Fase de construcción

Durante la fase de construcción se continúa incurriendo en flujos de caja negativos, existen mayores riesgos e intervienen un mayor número de agentes. Es la etapa que tiene una estructura más compleja. La construcción de la instalación "llave en mano" se adju-

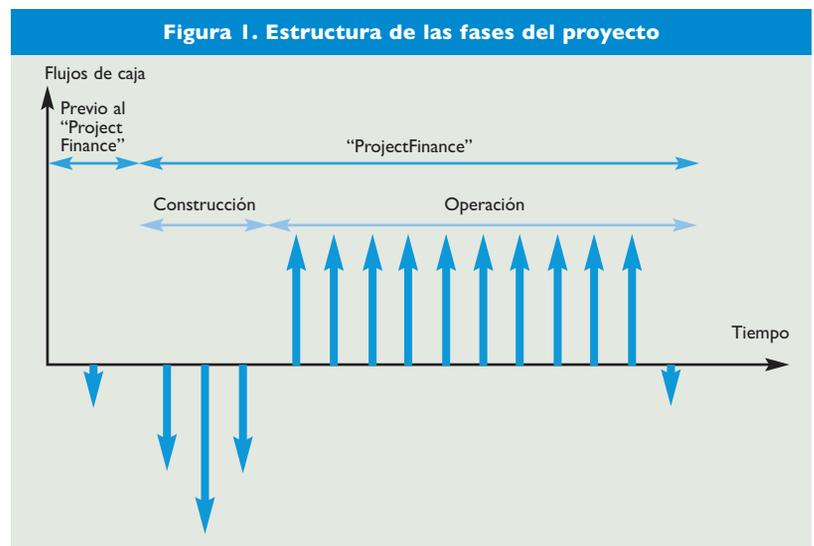


Figura 2. Fase de construcción

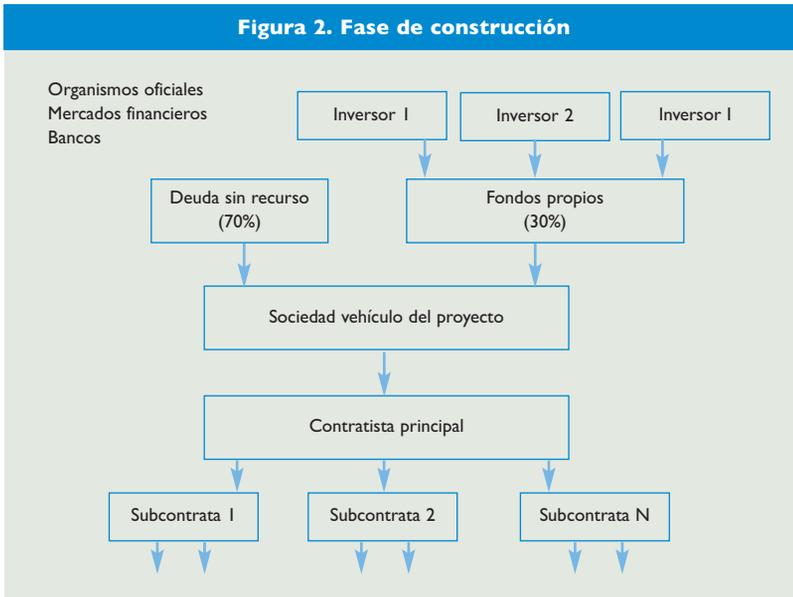
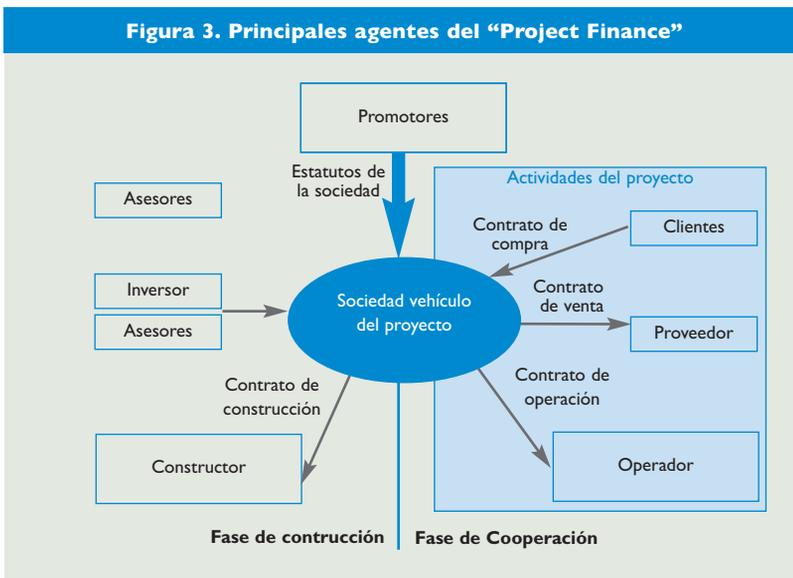


Figura 3. Principales agentes del “Project Finance”



dica a un único contratista. Este contratista principal realizará parte de los trabajos, subcontratando a su vez otra gran parte de los mismos a terceras subcontratas. La estructura se repite creando una red de subcontratas y englobando la totalidad de los trabajos. La financiación de la estructura es igualmente complicada pudiendo existir de manera análoga a la estructura de subcontrataciones una red de sindicaciones entre los distintos agentes financieros (ver Figura 2).

Fase de operación

En esta fase se obtienen los flujos de caja positivos que justifican los costes incurridos en las etapas anteriores e incluyen el beneficio de los inversores. Existen costes de ope-

ración y mantenimiento durante el periodo. Al final del mismo se incurre en los costes de desmantelamiento de las instalaciones, que significarán unos últimos flujos de caja negativos que hay que considerar en todo momento.

Principales elementos del “Project Finance”

En la realización de un “Project Finance” fácilmente pueden intervenir más de 10 agentes. Según aparece representado en el Figura 3 el elemento central del “Project Finance” es la empresa constituida para ser vehículo del proyecto. La sociedad vehículo tendrá relación contractual con el resto de agentes que intervienen en el proyecto.

Los elementos que intervienen en el “Project Finance” están relacionados con las fases del proyecto vistas en el punto anterior. La fase de construcción es intensiva en capital, no genera flujos de caja y la figura del constructor tiene un papel protagonista. Esta fase presenta grandes riesgos y es crítica para el correcto desarrollo del proyecto.

La operación y el mantenimiento los realiza la figura del operador y se materializa con la actividad normal fin del proyecto. El fin del proyecto es proporcionar un determinado servicio o elaborar un producto. Las instalaciones operan, recibiendo unas entradas de una serie de proveedores y proporcionando el servicio o producto como salida para los clientes del proyecto.

Una vez que se ha creado la estructura de la financiación del proyecto, es habitual dar instrucciones a un grupo coordinador para que se encargue de tramitar la documentación y la financiación. Generalmente una o dos de las entidades financieras principales se encargan de llevar a cabo las negociaciones, si bien se suelen distribuir las labores o funciones a desempeñar.

A través de la sindicación se verán implicadas otras partes, tales como gerentes, co-gerentes y bancos participantes, y su posición relativa en la financiación dependerá de la cuantía que aporten a ésta.

Existen otras figuras importantes en el esquema del “Project Finance”. La labor de los asesores especialistas técnicos, legales o financieros se puede llegar a considerar como imprescindible debido a la complejidad que tiene tanto el “Project Finance” como el propio proyecto. Su papel es evidente. El estado en el que se realiza el proyecto tiene un papel importante, así como las agencias asegu-

radoras. En el siguiente punto se estudia el entorno del proyecto considerando estos agentes como parte del mismo.

Fases del “Project Finance”

El proceso necesario para financiar un proyecto es largo y complejo. A continuación se va a explicar uno de los posibles caminos por el que se puede realizar la financiación, pero pueden existir otros diferentes. Aún así, la siguiente descripción simplificada y parcial ayuda a ilustrar el “Project Finance”.

Las distintas fases que requiere un “Project Finance” tienen dos denominadores comunes: el coste y el riesgo. Durante el desarrollo se analizan y planifican ambas magnitudes, se minimiza su impacto y se realiza el seguimiento. Las distintas fases por las que habría que pasar pueden ser las siguientes, tal y como se explican a continuación (ver Figura 4).

Análisis y diseño

El primer paso es crear un modelo económico que describa el proyecto. Dicho modelo se irá perfeccionando y completando según se avance en las siguientes etapas. En esta etapa también se analizarán elementos técnicos del proyecto, evaluando el riesgo técnico y su impacto. Como resultado de la primera evaluación se obtendrán los siguientes datos:

- Una primera aproximación de las tarifas necesarias para obtener la rentabilidad adecuada.
- La rentabilidad general que se puede lograr con los ingresos esperados.
- Primera aproximación a la cuantía aproximada de deuda y capital necesarios para financiar el proyecto.

Una vez estudiados de manera preliminar los aspectos técnicos básicos del proyecto, el siguiente paso es integrar el análisis con el entorno. Se estudia entonces el riesgo país y económico (ver Figura 5).

Recopilados los riesgos principales, éstos se procesan en un análisis conjunto con el objetivo de encontrar la estructura que los minimice. En paralelo con este análisis se determinará la estructura de la financiación y la cuantía del crédito óptima para el proyecto.

Resultado de todo lo anterior se obtendrá un estudio de viabilidad final, al cual se adjuntarán los análisis históricos, las previsiones y revisiones, así como un informe financiero. En él se analizará en detalle la operación y

Figura 4. Fases del “Project Finance”

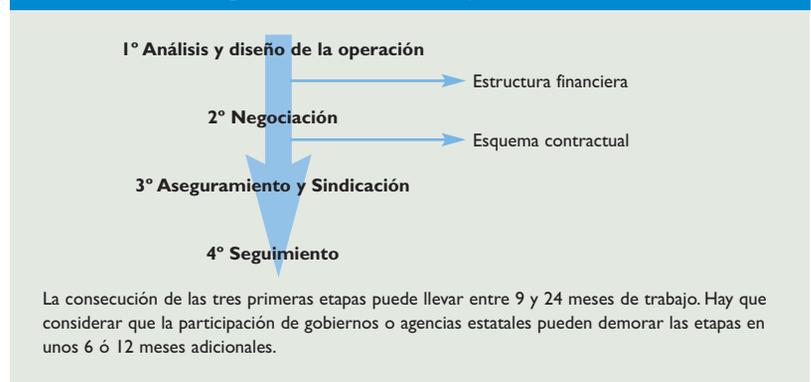
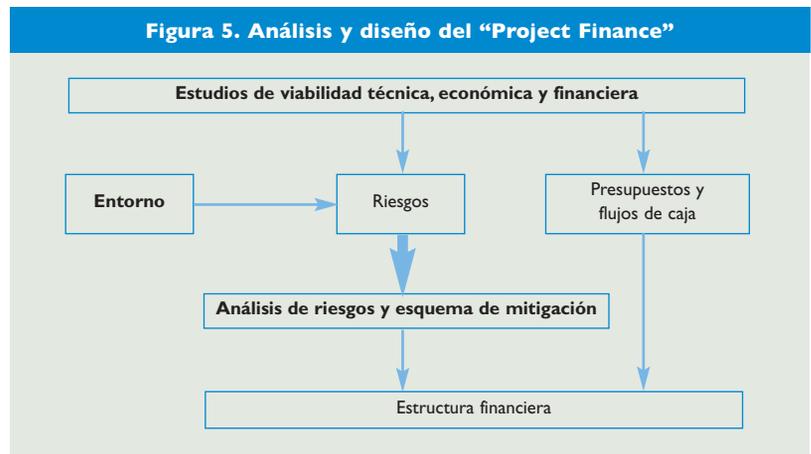


Figura 5. Análisis y diseño del “Project Finance”



los flujos de caja operativos. El informe incluirá distintos análisis de sensibilidad en relación con los métodos de amortización del principal o cambios en las condiciones del proyecto.

Negociación

Una vez se ha diseñado la operación el siguiente paso es la negociación de los términos y condiciones de la financiación. En paralelo con la negociación se realiza la fijación de la estructura de garantías definitiva para una vez cerrados ambos puntos determinar el esquema contractual de la operación.

La negociación de la financiación suele implicar revisar y modificar las hipótesis de diseño de la operación. Un buen modelo financiero del proyecto debería ser capaz de adaptarse a los cambios que se produzcan en esta fase y proporcionar apoyo a la negociación.

Aseguramiento y sindicación

Concluida la etapa de preparación, procede cerrar la operación. Determinadas operaciones, por volumen, suelen requerir de la intervención de varias entidades. En este caso,

el grupo que haya obtenido el mandato se encargará de formalizar la documentación y syndicar la financiación del proyecto. Dada la complejidad inherente en este tipo de financiación, cada participante en la syndicación necesitará dos o tres meses para obtener la aprobación.

Antecedentes históricos

Aunque se pueda pensar que el concepto de financiar proyectos tomando como garantía el propio proyecto es relativamente moderno, resulta curioso saber que la financiación de proyectos sin recurrir a garantías externas ha sido una forma habitual de proceder hasta el siglo XVII en determinados ámbitos.

Se puede considerar que uno de los primeros antecedentes del "Project Finance" es lo que en Derecho Romano se recoge como "pecunia traiectica o nautica", y el interés como pago al mismo: el "fenus nauticum". Para facilitar el comercio marítimo, el Derecho Romano contemplaba el préstamo otorgado por una persona al armador de un barco. El préstamo sólo sería devuelto cuando la nave terminase el viaje, junto con una suma extra que era el interés del préstamo. En caso de pérdida de la nave, el armador no se hacía cargo de la deuda, por tanto el riesgo lo corría por entero el prestatario. Como contrapartida el interés era alto. Era común que el prestamista enviase junto al barco a un esclavo para garantizar el intercambio, figura que puede entenderse como un antecedente del fideicomiso.

Otro antecedente se dio en el año 1299 cuando la corona británica negoció con el banco italiano Frescobaldi un préstamo para la explotación de las minas de plata de Devon.

La corona no dio garantía alguna al banco y el pago por el servicio consistió en toda la plata que pudiera extraer la mina durante el primer año, estando la operación de la misma a cargo del banco italiano durante ese primer año.

En 1662, el ingeniero francés Pierre-Paul de Riquet presentó a la corona francesa, durante el reinado de Luis XIV, el proyecto de construcción del actual Canal du Midi (antes conocido como Canal Real de Languedoc), que pretendía unir Toulouse con Narbona, conectando de este modo el océano Atlántico con el Mar Mediterráneo¹ (Price 2000). El proyecto fue aprobado en 1665 y el canal fue inaugurado en el año 1681. El propio Riquet financió el proyecto, y como pago por el trabajo le hicieron noble y obtuvo el derecho a la explotación del canal, derecho que ejerció mediante el cobro de un peaje.

Esquemas similares se produjeron durante el siglo XIX para la financiación del ferrocarril o con los viajes a las colonias o de exploración para descubrir nuevas rutas comerciales.

La moderna concepción del "Project Finance" aparece en los años 70, asociado con la realización de proyectos petrolíferos y de gas por el Reino Unido. El primer gran proyecto financiado según este método fue realizado por BP en el Mar del Norte, mediante un préstamo de mil millones de libras esterlinas. En poco tiempo se realizaron otros préstamos similares en la misma zona. La diferencia sustancial existente entre estos préstamos y otros similares realizados en Estados Unidos para la explotación del petróleo fue que en los nuevos préstamos para el Mar del Norte los banqueros estaban mucho más expuestos al riesgo, sin tener más garantía que la del éxito del proyecto.

Estos proyectos eran suficientemente grandes como para soportar por sí mismos los grandes costes que implicaba el realizar un "Project Finance" a la medida del proyecto. Desde entonces el método se ha extendido, flexibilizándose las condiciones y estandarizándose tanto los procedimientos como los proyectos financiados, permitiendo entonces la aplicación a proyectos de menor tamaño.

La segunda parte del artículo explicará la realidad práctica del "Project Finance", y en él se describirán, entre otros aspectos, cómo una parte de los problemas que presenta la aplicación del método es consecuencia de la citada estandarización. ■

El empleo de un modelo financiero que simule el proyecto es útil por diversos motivos: se suele utilizar para calcular ciertas magnitudes características que tendrá el proyecto tales como la estructura de la financiación, el nivel de reservas de efectivo y distintos ratios de cobertura entre otros. Una opción que se suele usar en la práctica es calcular con el modelo cuatro escenarios base y mediante su comparación se realizar el análisis. Los escenarios son los siguientes:

Escenario más probable. Sobre este primer escenario se establecerá el régimen de amortización del principal. Debe de ser el escenario más probable.

- Escenario pesimista. Es un escenario límite negativo. En estas condiciones se podrá establecer el nivel de reservas de efectivo, la flexibilidad respecto a la amortización del principal y las ratios de cobertura en caso de incumplimiento de la fecha de terminación del proyecto.
- Escenario de punto de equilibrio El punto de equilibrio es el que hace que se obtiene al igualar temporalmente los ingresos a los costes del proyecto. Este escenario servirá para especificar aquellas condiciones del contrato que puedan precisar del apoyo del promotor.
- Escenario optimista. Servirá para determinar las agendas, características y condiciones en las que podrá producirse el pago anticipado y la refinanciación del proyecto.

⁽¹⁾ Cerca de 15.000 obreros cavaron con pico y pala los 240 kilómetros de longitud que representa el canal, plantaron 34.000 árboles, realizando 103 cámaras y 60 esclusas.