



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

***PROJECT FINANCE Y LA PROBLEMÁTICA DEL PAQUETE DE GARANTÍAS***

Autor: Carlos Fierro Olalquiaga

4º E-1 BL

Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Martín Baumeister

Madrid

Abril, 2019

## RESUMEN

El presente trabajo tiene como objetivo principal la descripción y análisis genérico de la taxonomía de la Financiación de Proyecto o *Project Finance*, haciendo hincapié en fundamentales aspectos como las partes intervinientes o los riesgos inherentes al proyecto, así como, en su problemática principal, la configuración del paquete de garantías. En particular, este trabajo pretende comprender los fundamentales aspectos de las diversas garantías otorgadas, entre las que destacan las garantías financieras al amparo de la Directiva 47/2002 y del Real Decreto Ley 5/2005 debido a su importancia de cara a la financiación de la construcción y operación de proyectos de gran diversidad que ésta modalidad permite desarrollar. La ambigüedad del requisito de “control” del beneficiario contemplado en estas normas y la falta de avance jurisprudencial sobre este aspecto en nuestro Derecho nos lleva a analizar qué entiende por “control” la STJUE de 10 de noviembre de 2016 (SIA v. SwedBank) en las garantías en *cash* o dinero depositado en cuenta bancaria dada en garantía mediante prenda.

## ABSTRACT

The main objective of this paper is the description and generic analysis of the taxonomy of Project Finance, emphasizing fundamental aspects such as the parties involved or the risks inherent to the project, as well as, its main problem, the configuration of the security package. In particular, this work aims to understand the fundamental aspects of the diverse guarantees granted, among which the financial guarantees under Directive 47/2002 and Royal Decree Law 5/2005 stand out due to their importance for the financing of the construction and operation of projects of great diversity that this modality allows to develop. The ambiguity of the requirement of "control" of the beneficiary contemplated in these rules and the lack of jurisprudential progress on this aspect in our Law leads us to analyze what the STJUE of November 10, 2016 (SIA v. SwedBank) understands by "control" in the guarantees in cash or money deposited in a bank account given as a pledge guarantee.

### **PALABRAS CLAVE**

Financiación de proyecto, paquete de garantías, prenda, garantías financieras, Real Decreto Ley 5/2005.

### **KEY WORDS**

Project finance, security package, pledge, financial collateral, Royal Decree Law 5/2005.

## **ABREVIATURAS**

<b>CC:</b>	Código Civil
<b>CCom:</b>	Código de Comercio
<b>CMOF:</b>	Contrato Marco de Operaciones Financieras
<b>EPC:</b>	<i>Engeneering, Procuring and Construction</i>
<b>ISDA:</b>	<i>International Swap Derivatives Association</i>
<b>IVA:</b>	Impuesto sobre el Valor Añadido
<b>LC:</b>	Ley Concursal
<b>LEC:</b>	Ley de Enjuiciamiento Civil
<b>LH:</b>	Ley Hipotecaria
<b>LMV:</b>	Ley del Mercado de Valores
<b>LSC:</b>	Ley de Sociedades de Capital
<b>PPP:</b>	<i>Public-Private Partnership</i>
<b>PIK:</b>	<i>Payment In Kind</i>
<b>RDL:</b>	Real Decreto Ley
<b>RDMF:</b>	Revista de Derecho del Mercado Financiero
<b>RPA:</b>	Responsabilidad Patrimonial de la Administración
<b>SAP:</b>	Sentencia de la Audiencia Provincial
<b>STS:</b>	Sentencia del Tribunal Supremo
<b>SVP:</b>	Sociedad Vehículo del Proyecto
<b>TS:</b>	Tribunal Supremo

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>6</b>
<b>2. FINANCIACIÓN DE PROYECTO</b> .....	<b>7</b>
<b>2.1. Concepto. Greenfield Project Finance y Acquisition Project Finance</b> .....	<b>7</b>
<b>2.2. Características comunes al <i>Project Finance</i></b> .....	<b>7</b>
<b>2.3. Fases del proyecto</b> .....	<b>9</b>
<b>2.3.1. Fase I. Fase de originación del proyecto y preconstrucción</b> .....	<b>10</b>
<b>2.3.2. Fase II. Fase de construcción</b> .....	<b>12</b>
<b>2.3.3. Fase III. Fase de operación</b> .....	<b>15</b>
<b>2.4. Documentación básica de un <i>Project Finance</i></b> .....	<b>18</b>
<b>2.5. Riesgos</b> .....	<b>21</b>
<b>2.6. Paquete de garantías</b> .....	<b>26</b>
<b>2.6.1. Garantías reales hipotecarias y pignoraticias</b> .....	<b>27</b>
<b>2.6.2. Garantías personales de los “sponsors”</b> .....	<b>31</b>
<b>2.6.3. Los acuerdos directos (<i>step-in rights</i>) y el tratamiento de los seguros</b> .....	<b>34</b>
<b>2.6.4. La Responsabilidad Patrimonial de la Administración pública y prenda sobre créditos futuros</b> .....	<b>36</b>
<b>2.6.5. Garantías financieras al amparo de la Directiva 47/2002 y del RDL 5/2005</b> .....	<b>38</b>
<b>3. CONCLUSIONES</b> .....	<b>47</b>
<b>4. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>51</b>

## 1. Introducción

La crisis económica y financiera de los últimos años ha supuesto un reto para la financiación de proyectos. Aunque la crisis haya incrementado el desinterés, e incluso el miedo, por la inversión en determinados sectores en los países desarrollados, en el otro lado de la moneda la aparición de nuevos países emergentes como Brasil, India o China reflejan la importancia de la inversión en sectores como las nuevas energías y los recursos básicos. La paulatina tendencia a la inversión en estos sectores, junto con la crisis financiera, nos han llevado a un estado de mayor tamaño y complejidad de la financiación de proyectos a gran escala. Por ello, no sólo la infraestructura de la financiación de proyectos es cada vez más sofisticada, sino que la financiación está patrocinada cada vez por más instituciones y de carácter más diverso.

No obstante, a pesar de contar con potentes fuentes de financiación, la diversidad de la misma y de sus estructuras, junto con la expansión de la tendencia en la inversión en nuevos sectores y mercados, suponen un reto aún más complejo respecto de su composición legal. Concretamente, la crisis financiera ha demostrado que el éxito de estos proyectos depende, principalmente, del pleno conocimiento de los potenciales riesgos que éstos acarrearán de forma inherente y los cuales abarcan un amplio espectro de posibilidades, desde económicos y sociales hasta políticos, legales o los relativos al medio ambiente, analizados e identificados a través de la importante “due diligence”<sup>1</sup>. Así, son muchos los aspectos a los que el proyecto debe atenderse, siendo sin duda la principal problemática de un *Project Finance* la configuración de un sólido paquete de garantías, obligatorio para la obtención de la financiación al ser los elementos mitigantes de los riesgos del proyecto. El paquete de garantías en su conjunto, en el contexto de una financiación de proyecto, será objeto de estudio de este trabajo, contemplando las diversas garantías que una operación de este nivel de complejidad y riesgo requiere para el desarrollo del proyecto pretendido.

---

<sup>1</sup> Ver DEWAR, J., y IRWIN, O. *The International Comparative Legal Guide to: Project Finance 2015. Why the World Needs Project Finance (and Project Finance Lawyers...)*, Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP, London, 2015, p. 1.

## 2. Financiación de proyecto

### 2.1. Concepto. Greenfield Project Finance y Acquisition Project Finance

La financiación de proyecto o *Project Finance* es una herramienta legal de carácter financiero que permite a los promotores o “sponsors” de proyectos la obtención de los fondos necesarios para la construcción y operación del proyecto, sin comprometer su patrimonio o con recurso limitado a este<sup>2</sup>, viéndose la amortización del crédito limitada a los propios flujos de caja y activos del proyecto de tal manera que las entidades financiadoras asumen una parte de los riesgos inherentes al proyecto<sup>3</sup>.

Así, es característica diferenciadora de un *Project Finance* ser un mecanismo de financiación con recurso limitado a los ingresos generados y activos del proyecto. Sin embargo, los proyectos contruidos desde cero, conocidos como *Greenfield Project Finance*, son cada vez más inexistentes hoy en día debido al paulatino incremento en la práctica jurídica de la compra de proyectos en marcha, conocidas como *Acquisition Project Finance*, consistentes en la adquisición de proyectos en concurso.

### 2.2. Características comunes al *Project Finance*

Sin perjuicio de la dificultad del proyecto, partimos de la premisa de que éstos, con el fin de cumplir su objetivo, lo harán a través de la constitución de una entidad con personalidad jurídica propia, propietaria del proyecto y conocida como Sociedad Vehículo del Proyecto o SVP<sup>4</sup>(en inglés *Special Purpose Vehicle* -SPV-), con el objeto de ejecutar el proyecto con el capital

---

<sup>2</sup> Ver ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 2017, p. 17

<sup>3</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, p. 82, en SAAVEDRA ORTIZ / SERRANO ACÍTORES, *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona, 2011, pp. 81 a 119.

<sup>4</sup> Ver ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 2017, p. 17

inyectado por uno o un grupo de inversores de diversa índole, desde empresas de ingeniería, fondos de inversión o capital privado, hasta un banco o sindicato de bancos.

Asimismo, son también características comunes a la financiación de proyecto:

- (i) Los “sponsors” (ya sean accionistas o socios), cuyo riesgo financiero se limitará a la aportación de capital necesario para la constitución de la SVP, salvo que exista algún tipo de compromiso del que responderán con su patrimonio.
- (ii) Las entidades financiadoras, encargadas de la financiación del proyecto.
- (iii) La colaboración de asesores y consultores financieros, técnicos y jurídicos, debido a su complejidad.
- (iv) La intervención de una tercera parte indispensable para el desarrollo del proyecto, es decir, el contratista o constructor<sup>5</sup>, bajo un contrato de construcción *EPC*<sup>6</sup>, junto con sus proveedores y subcontratistas.
- (v) La gestión, operación y mantenimiento del proyecto una vez construido y en funcionamiento, a través de la operadora o gestora y bajo un contrato de *O&M*<sup>7</sup>
- (vi) Son intervinientes también con carácter general las administraciones públicas, ya sea como propietario y solicitante a la iniciativa privada del proyecto<sup>8</sup>, ya sea como otorgante de las correspondientes licencias necesarias para su puesta en marcha. Generalmente, es práctica habitual la concurrencia de ambas para la prestación de un servicio público como hospitales o carreteras, entre otras infraestructuras<sup>9</sup>.
- (vii) Asimismo, son parte más que indispensable, y de concepto amplio, los llamados *off-takers* o finales compradores del resultado final del proyecto, que comprenden desde cualquier compañía hasta la administración pública o los ciudadanos<sup>10</sup>.

---

<sup>5</sup> Ya sea mediante asociación de constructoras o asociación de ingenierías.

<sup>6</sup> *Engineering, Procuring, Construction Agreement*, también conocido como contrato “llave en mano”, con un proyecto y precio cerrado entre el propietario de la SVP y el contratista o constructor de la infraestructura del proyecto.

<sup>7</sup> *O&M* hace referencia al contrato *Operation & Maintenance*, entre el propietario de la SVP y la operadora o gestora del proyecto.

<sup>8</sup> Como sucede bajo el modelo *Private-Public Partnership* o *PPPs*, donde es la iniciativa pública la que aboga por la construcción y explotación de un proyecto, financiada con capital privado.

<sup>9</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, p. 82, en SAAVEDRA ORTIZ / SERRANO ACÍTORES, *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona, 2011, pp. 81 a 119.

<sup>10</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, p. 85, en SAAVEDRA ORTIZ / SERRANO ACÍTORES, *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona, 2011, pp. 81 a 119.



- (viii) La intervención de aseguradoras, esenciales para la protección del proyecto frente a posibles riesgos.

De esta forma, podemos observar que esta modalidad de financiación dista de las modalidades tradicionales al apoyarse básicamente sobre tres importantes pilares:

- (i) La constitución de la SVP o *ProjectCo*<sup>11</sup>, propietaria del proyecto y prestataria de la financiación.
- (ii) Las relaciones contractuales que sustentan legalmente el proyecto, conformado por un complejo entramado de contratos (de construcción -*ECP*-, de operación y mantenimiento -*O&M*-, de suministro, de los terrenos y los relativos a la financiación).
- (iii) Y, en último lugar, los *off-take agreements*, que suponen la venta del producto o servicio objeto del proyecto y la generación de los esperados ingresos que supondrán el capital necesario para el sufragio de las deudas contraídas con las diferentes partes financiadoras y, en consecuencia, la amortización del proyecto.

### 2.3. Fases del proyecto

Distinguimos distintas fases por las que un *Project finance* deberá atravesar y respecto de las que depende el éxito del proyecto. Particularmente, es de gran relevancia, y en especial en un contexto de “postcrisis” financiera, la exhaustiva identificación, análisis, asignación y administración de cada uno de los potenciales e inherentes riesgos del proyecto a través de la correspondiente “due diligence”<sup>12</sup>, que goza de una absoluta importancia. Cada fase es diferente según los riesgos y la operativa y, por ende, su financiación es distinta según la fase en la que se encuentre, siendo vital la fase inicial en la que se establecerán las bases técnicas, legales y documentales para la ulterior construcción y operación del proyecto<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Haciendo referencia al *Project Company* o Sociedad Vehículo del Proyecto (*Special Purpose Vehicle*), propietaria del proyecto y constituida por los promotores o *private sponsors*.

<sup>12</sup> Ver ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, ob. cit., p. 17 y 18.

<sup>13</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, ob. cit., p. 89.

### 2.3.1. Fase I. Fase de originación del proyecto y preconstrucción

Partimos de la premisa de que no hay un modelo de financiación de proyecto útil en todo el mercado. Más bien, cada sector requiere de diferentes modelos en comparación con otros sectores, haciendo así del *Project finance* un área del Derecho cambiante y dinámica. No obstante, son protagonistas en la mayoría de las ocasiones en la originación del proyecto la Administración Pública y los financiadores privados, complementándose a la hora tanto de reconocer necesidades para el desarrollo de servicios públicos como en convertir grandes ideas en proyectos reales con un interés social, respectivamente<sup>14</sup>.

La participación de la iniciativa y capital privado en el desarrollo de un proyecto que ha sido propuesto por la Administración Pública supone la promoción de la eficiencia y competencia entre los diferentes financiadores y proveedores privados, y, como consecuencia, una reducción de los costes totales. Por ello, la participación del sector privado, y más en periodos de incertidumbre económica, permite el desarrollo de importantes proyectos sin un gasto sustancial de las arcas públicas<sup>15</sup>.

En esta fase de originación son muchas las variables y las tareas a desarrollar que se han de tener en cuenta para la posterior financiación. La viabilidad técnica y financiera del proyecto en esta fase, así como la previsión de los costes involucrados en el mismo, serán de suma importancia para poder sacar el proyecto adelante<sup>16</sup>. Con carácter general, el originador y propietario del proyecto, ya sea la Administración o “sponsors” privados, asume dichos costes y, por tanto, establece el modelo financiero (a su inversión) base del proyecto, que el banco o bancos financiadores requerirán como elemento del *Project Finance*<sup>17</sup>.

Así, tenemos la Sociedad Vehículo del Proyecto (SVP o *ProjectCo*), constituida con el capital de un grupo de inversores (“sponsors”), propietarios del 100% de *ProjectCo*. *ProjectCo*, propietaria del proyecto, es financiada por diversas entidades (generalmente financieras como un sindicato de

---

<sup>14</sup> Ver DEWAR, J., *International Project Finance*, Oxford University Press, New York, 2011, p. 23.

<sup>15</sup> Ver DEWAR, J., ob. cit., p. 24.

<sup>16</sup> Ver DEWAR, J., ob. cit., p. 33.

<sup>17</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, ob. cit., p. 90.

bancos) para la construcción, operación y mantenimiento del proyecto. Estos bancos financiadores serán los que obtengan los ingresos generados por el proyecto como forma de pago de la deuda otorgada para su misma financiación, limitada únicamente a este recurso, salvo que se pacte un recurso limitado al patrimonio de los “sponsors”. De esta forma, éstos propietarios o shareholders de *ProjectCo* verán sus dividendos (que supondrían la retribución por su aportación en el CS de *ProjectCo*) contractualmente subordinados a la devolución de la financiación de los bancos.

Dicho esto, el objetivo de esta fase previa será analizar los riesgos e identificar las posibles soluciones a los mismos mediante la correspondiente “due diligence”, tan importante para la viabilidad y el éxito del proyecto.

Una vez analizados e identificados, y con la SVP ya constituida y esponsorizada por los “sponsors”, se dará paso a la negociación de los diferentes contratos del proyecto como: los contratos de financiación y otros contratos relevantes (contratos de arrendamiento, derechos de uso, de superficie o similares que permitan el uso del terreno en el que se desarrollará e instalará el proyecto a cambio de desembolsos periódicos como cánones o rentas); así como, la obtención de las correspondientes licencias, concesiones y permisos administrativos<sup>18</sup>.

En este sentido, también es importante hablar de los contratos que van a permitir la construcción y explotación del proyecto, generalmente formulados bajo el diseño de un contrato *EPC* (*Engineering, Procurement and Construction*), conocido también como contrato “llave en mano a precio fijo” o *turn-key fixed-price contract*, caracterizado por su minoración de riesgos y su instantánea operabilidad una vez el propietario dé el visto bueno<sup>19</sup> al contratista encargado de la construcción del proyecto, quien asumirá el riesgo de finalizar el proyecto en el plazo establecido<sup>20</sup>. Sin embargo, excepcionalmente se pueden dar casos en los que se empiece su construcción incluso antes de tener el *Project Finance* plenamente suscrito. Este fenómeno es propio de los créditos “puente” o financiaciones puente<sup>21</sup> que, gracias a su flexibilidad, propician de forma inminente al propietario la capacidad financiera suficiente para financiarse, con carácter transitorio, hasta el

---

<sup>18</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, p. 90, en SAAVEDRA ORTIZ / SERRANO ACÍTORES, *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona, 2011, pp. 81 a 119.

<sup>19</sup> Como expone CARNERO PRIETO, en *Project finance*, p. 91, ob. cit., el contratista o constructor entregará el proyecto al propietario y éste “girará la llave y encenderá el proyecto”, dando paso a la fase de operación del proyecto.

<sup>20</sup> Ver ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, ob. cit., , p. 34.

<sup>21</sup> Ver DE MUNS YNZENGA, *Préstamos y créditos sindicados*, p. 43 y 44, en SAAVEDRA ORTIZ / SERRANO ACÍTORES, *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, pp. 33 a 79.

momento de formalizarse la financiación definitiva a largo plazo una vez suscrito el *Project finance*<sup>22</sup>.

Finalmente, y no por ello menos importante, será conveniente contraer en esta fase los llamados *off-take agreements*, bajo los cuales el proyecto estará sujeto a determinados términos de compra que cubran todo o parte de los ingresos necesarios para hacer frente a la deuda contraída con el banco o sindicato de bancos financiadores<sup>23</sup>.

### 2.3.2. Fase II. Fase de construcción

Nos encontramos ante la fase más ambigua de todo el proyecto, cuyo acierto significará gran parte del éxito del mismo. Todavía no contamos con los ingresos necesarios que garantizan la devolución a los bancos, ni con el activo y los derechos que respaldan el crédito otorgado. De dicho activo, cuyo desarrollo es objeto principal de la fase de construcción, dependerá la capacidad del proyecto de obtener el rendimiento requerido<sup>24</sup>.

La dependencia de la capacidad para generar ingresos<sup>25</sup> y el mayor esfuerzo de inversión que implica esta fase, suponen la asunción de grandes riesgos. Por un lado, tendrá lugar un desembolso que se irá realizando bajo la financiación convenida para ir pagando la construcción del proyecto. Por otro, no se recibirán los ingresos hasta la finalización de la construcción y puesta en marcha (aunque en la práctica es habitual que concurren), no siendo capaces, hasta el momento, de conocer el valor real de los activos del proyecto más allá de estimaciones relativas. Hablamos de un riesgo

---

<sup>22</sup> En numerosas ocasiones, los contratos de *bridge financing loan* adoptan la forma bilateral en vez de sindicada, y, en otros, en vez de constituir un contrato independiente se integra como uno de los tramos dentro del contrato de financiación, según MARTÍN BAUMEISTER, B., *Taxonomía del Contrato de Financiación Sindicada (Taxonomy of Syndicated Loan Agreements)*, January 6, 2014, p.12. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2486494>

<sup>23</sup> Ver DEWAR, J., *International Project Finance*, Oxford University Press, New York, 2011, p. 38.

<sup>24</sup> Ver ZUÑIGA ALEMÁN, L., *Project finance de proyectos de infraestructura*, THEMIS – Revista de Derecho 62, 2012, p. 263.

<sup>25</sup> En ocasiones, debido a la ausencia de flujos de caja a lo largo de esta fase, suelen acordar las partes un período de carencia durante el cual los intereses no se devengarán mediante un sistema de capitalización o PIK, según MARTÍN BAUMEISTER, B., *Taxonomía del Contrato de Financiación Sindicada*, ob. cit., p. 11. También expone CARNERO PRIETO en *Project finance*, ob. cit., p. 94, que bajo dicho sistema *Payment In Kind* (PIK), los intereses se capitalizan junto al principal, devengado a su vez más intereses que son pagaderos al terminar un determinado período o en el momento de su vencimiento en un único pago, si así se ha preferido amortizarlo. Este sistema permite a los bancos habilitar un período de carencia a cambio de una retribución mayor por los intereses devengados en dicho periodo (de carencia).

que se incrementará particularmente en aquellos casos donde la fecha de finalización de la construcción determine, entre otros, la aplicación de un marco normativo diferente, la imposibilidad a un régimen más beneficioso o, incluso, la imposición de penalizaciones administrativas<sup>26</sup>.

Es por ello que el banco o sindicato de bancos financiadores harán un control exhaustivo del cumplimiento de las obligaciones y requerirán toda información financiera de las decisiones tomadas por la SVP, con el ánimo de evitar la toma de decisiones sin la verificación previa de sus asesores técnicos<sup>27</sup>. Asimismo, respecto de los riesgos de la obra relativos a la construcción, no serán estos asumidos por las entidades financiadoras, sino por el contratista hasta la finalización de la construcción y la posterior aceptación provisional de los “sponsors”, momento en el que los riesgos se trasladarán a los “sponsors”. No obstante, a ambos, ya sea al contratista o “sponsors”, dependiendo de si se ha producido o no la aceptación, les corresponderá hacerse cargo de la mitigación de los riesgos mediante la suscripción del correspondiente seguro y, por ende, de pólizas de seguro que satisfagan tanto al propietario<sup>28</sup> como a los bancos financiadores, que especialmente exigirán el cumplimiento de esta obligación al asumir también parte de los riesgos durante esta fase de construcción.

Para ello<sup>29</sup>, como garantía querrán recibir el beneficio de estas pólizas bien mediante designación como beneficiario y/o coasegurado, bien mediante pignoración del derecho de crédito derivado de tales pólizas. Si bien, dadas las circunstancias de esta fase, la incapacidad de generar ingresos supondrá, como es normal, el requerimiento también de ciertas garantías a los “sponsors” del proyecto; suponiendo esto una excepción (temporal hasta la finalización de esta fase e inicio de la operativa) a la naturaleza misma del complejo negocio jurídico que es la financiación de proyecto, caracterizada esencialmente por el recurso limitado a los flujos de caja y al activo.

Así, consultores, asesores y entidades financieras se verán involucradas en el control y seguimiento a lo largo del proceso de construcción a través de una exhaustiva supervisión de los gastos,

---

<sup>26</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, ob. cit., p. 92.

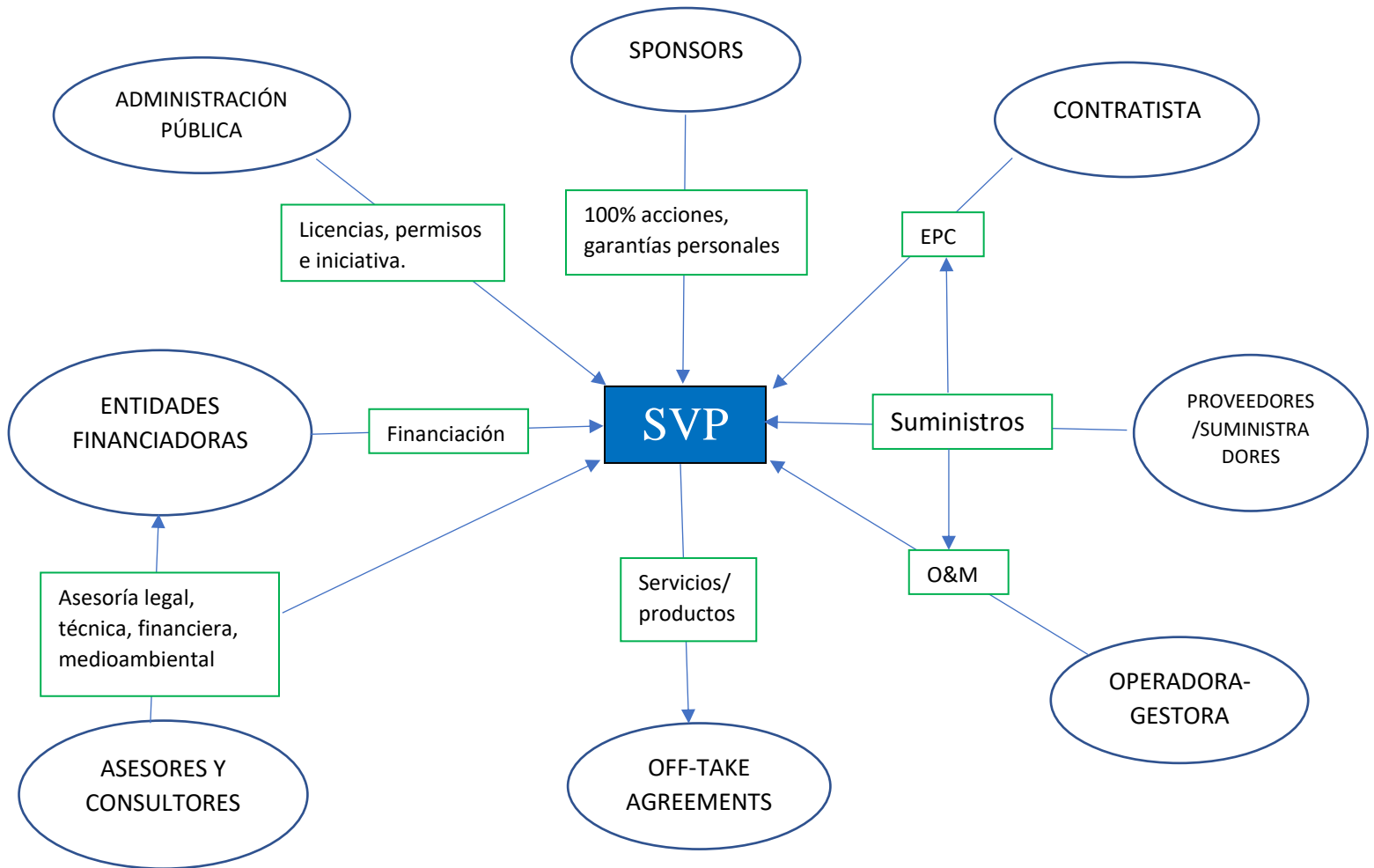
<sup>27</sup> Ver MANRIQUE NAVAS, A. y VELÁZQUEZ PRADO, I., *Financiación de Proyectos*, p. 193, en SOLS RODRÍGUEZ-CANDELA, A., FERNÁNDEZ FERÁNDEZ, I. y ROMERO YACOBI, J., *Gestión integral de proyectos*, UPC, 2013, pp. 165 a 193.

<sup>28</sup> Cuando todavía no ha sido aceptado el proyecto por su propietario (la SVP).

<sup>29</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, ob. cit., p. 93.

inversiones, especificaciones técnicas, cumplimiento de los estándares medioambientales, seguros y, en general, del cumplimiento debido de las obligaciones suscritas<sup>30</sup>.

De esta forma, la estructura del complejo *Project Finance* será el siguiente:



Fuente: John Dewar p. 41

<sup>30</sup> Ver DEWAR, J., *International Project Finance*, Oxford University Press, New York, 2011, p. 40.

### 2.3.3. Fase III. Fase de operación

Una vez finalizada la fase de construcción por parte del contratista y aceptada la construcción de forma provisional por parte del propietario, se dará paso a la fase de operación y puesta en marcha del proyecto, consistente fundamentalmente en la explotación y generación de la esperada rentabilidad para cubrir la deuda del *Project Finance*, los gastos relativos a la explotación y, en última estancia, el reparto de dividendos a los “sponsors” del *ProjectCo*<sup>31</sup>.

Esta fase implica comenzar a funcionar y, para ello, será necesario<sup>32</sup>:

- (i) La finalización de las obras y aceptación provisional del proyecto tras alcanzarse los niveles de aceptación requeridos en el contrato de construcción, que será el punto de partida de esta fase de operación.
- (ii) La suscripción y entrada en vigor, en caso de no haberlos celebrado antes, de los contratos de operación y mantenimiento (*O&M*), así como, de los contratos generadores de ingresos como los *off-take agreements*, contratos de venta de energía o *PPP agreements (Public-Private Partnership)* en el caso de ser un proyecto de iniciativa pública.
- (iii) La ejecución de los últimos pagos al contratista establecidos en el contrato de construcción, salvo algún pago pendiente que quedase como garantía hasta la aceptación final.
- (iv) El traslado de los riesgos del proyecto del contratista al propietario desde el momento de la aceptación provisional, habiendo de procurar éste la correspondiente cobertura para los riesgos relativos a la explotación, así como, el traslado de la propiedad del proyecto en caso de no haberse transmitido anteriormente con los hitos de pago de la construcción.

Desde el punto de vista financiero, la fase de operación supondrá la finalización del plazo para la disposición de los fondos y el comienzo del periodo de amortización y pago de intereses<sup>33</sup> tras la

---

<sup>31</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, p. 95, ob.cit.

<sup>32</sup> Así lo explica CARNERO PRIETO, en *Project finance*, pp. 94 y 95, ob. cit.

<sup>33</sup> Ver MARTÍN BAUMEISTER, B., *Taxonomía del Contrato de Financiación Sindicada*, ob. cit., p.11.

correspondiente verificación<sup>34</sup> de que el proyecto es apto para producir los esperados flujos de caja y está en condiciones de ser explotado<sup>35</sup>.

Por ello, las entidades financieras tenderán a asegurar la generación de los ingresos mediante la exigencia del cumplimiento de diversas medidas u obligaciones que limitarán y condicionarán la actividad del *ProjectCo* a la gestión, explotación y mantenimiento del proyecto objeto de su constitución. Así, la *ProjectCo* no podrá llevar a cabo ningún otro negocio, ya sea directa o indirectamente, sin el consentimiento previo y por escrito de las de entidades financieras<sup>36</sup>. Por ello, aunque formalmente la SVP es propietaria del proyecto, su actividad en la realidad se verá muy condicionada por las decisiones y consentimientos de las entidades financieras.

Entre otras medidas, caben destacar a parte de las relativas a la gestión, explotación y mantenimiento del proyecto, medidas<sup>37</sup> como:

- (i) El control de los saldos de las cuentas de la *ProjectCo*, habiendo de mantener ésta un saldo positivo.
- (ii) La prohibición de abandonar el proyecto ni tomar decisiones que supongan incumplir contratos del proyecto y/o contratos de financiación.
- (iii) La entrega periódica de exhaustiva y detallada información relativa al presupuesto anual aprobado por la SVP, así como, sobre aspectos técnicos del proyecto como los gastos incurridos, los ingresos generados e inversiones realizadas, entre otros.

Asimismo, esta fase de explotación supone una reducción de los riesgos en comparación con la fase de construcción<sup>38</sup>, al encontrarnos ante un proyecto operativo y autónomo financieramente hablando<sup>39</sup>.

---

<sup>34</sup> Por parte del asesor legal del banco o sindicato de bancos financiadores.

<sup>35</sup> Es decir, que pase las correspondientes pruebas de funcionamiento y que ostente las licencias y permisos administrativos requeridos, así como tener suscritos y en vigor los *off-take agreements* necesarios para su explotación.

<sup>36</sup> “Las medidas de control quedarían sin efecto en caso de ser declarada en concurso la SVP, teniendo importantes consecuencias respecto de la calificación de sus créditos”, como así explica ANTÓN GERONA, J.J., en *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, ob. cit. pp. 68, 70 y 71.

<sup>37</sup> Para conocer más medidas ver ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, ob. cit., p. 68.

<sup>38</sup> Así como del tipo de interés, debido a esta reducción de los riesgos asumidos por las entidades financieras en esta fase de operación. Por ello, cuanto más riesgo, más alto es el tipo de interés de la financiación.

<sup>39</sup> La fase de explotación implicará también la liberación de las garantías que hubieran tenido que otorgar los accionistas. Sobre la gestión financiera en la fase de explotación ver más en MANRIQUE NAVAS, A. y



De esta forma, podemos decir que el transcurso normal del proyecto y del *Project Finance* consistirá en la puesta en marcha, gestión y mantenimiento del proyecto, con el objeto de generar la rentabilidad suficiente para la amortización de la financiación, primero, y para el beneficio de los “sponsors” en segundo lugar<sup>40</sup>.

No obstante, y aunque se quiera garantizar su finalización por todos los medios, en ocasiones los proyectos se quedan a medio camino, se finalizan con posterioridad a la fecha límite a la que están sometidos, o una vez finalizados no alcanzan los niveles de aceptación exigidos; conllevando penalizaciones para el contratista o, peor, el rechazo de la obra con lo que esto supondría para el *Project Finance*<sup>41</sup>.

Particularmente, las penalizaciones por retraso o *liquidated damages*, habrán de ser contempladas en la documentación propia del contrato de construcción en favor del propietario<sup>42</sup>, siendo éstas *liquidated damages* la única cantidad que el propietario podrá reclamar al contratista por causa de un retraso, al consistir en una cantidad prefijada por cada día, semana o mes de retraso. Como es lógico, se entiende que en esta situación el proyecto no es capaz de generar ingresos, viéndose así impotentes de hacer frente a la deuda y obligados a recalcular el caso base del proyecto<sup>43</sup>, es decir, el estudio o previsión de la cuenta de resultados de la *ProjectCo* a lo largo de su vida, presentada desde un principio para atraer el interés de los financiadores<sup>44</sup>. Así, aunque dichas penalizaciones puedan estar destinadas, ya sea parcial o totalmente, a cubrir el retraso, entre otros riesgos graves<sup>45</sup>, generalmente ante estas situaciones el banco o sindicato de bancos financiadores requerirá de las garantías aportadas por los “sponsors” en la fase de construcción (que en caso de retraso todavía no ha finalizado), con el fin de cubrir de forma total o parcial la deuda.

Por todo ello, será siempre recomendable con el fin de evitar estas consecuencias negativas, incentivar: la terminación de la construcción con anterioridad a la fecha de finalización prevista;

---

VELÁZQUEZ PRADO, I., *Financiación de Proyecto*, p. 193 y 194, en SOLS RODRÍGUEZ-CANDELA, A., FERNÁNDEZ FERÁNDEZ, I. y ROMERO YACOBI, J., *Gestión integral de proyectos*, UPC, 2013.

<sup>40</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, p. 97, ob. cit.

<sup>41</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, p. 94, ob. cit.

<sup>42</sup> Donde, en última estancia, la cantidad percibida por estas penalizaciones pasará a manos de las entidades financiadoras.

<sup>43</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, p. 96, ob. cit.

<sup>44</sup> Ver CASANOVAS, T., *Financiación internacional con project finance*, Revista de Contabilidad y Dirección, Vol. 26, 2018, p. 120.

<sup>45</sup> Como la pérdida de tarifa en los casos de proyectos solares retrasados, como señala CARNERO PRIETO, en *Project finance*, p. 97, ob. cit.

y, la puesta en marcha del proyecto a la vez que la construcción se está finalizando o, más bien, cuando se están realizando pruebas de las instalaciones<sup>46</sup>, en aras de generar ingresos tempranos dentro del calendario suscrito en el *Project Finance*.

#### **2.4. Documentación básica de un *Project Finance*.**

El *Project Finance* se caracteriza, entre otras cosas, por su complejo entramado contractual. A través de este entramado se conseguirá<sup>47</sup>: (i) la financiación para la construcción del proyecto; (ii) reducir y distribuir los riesgos a los que se enfrenta; (iii) y asegurar el pago de la deuda contraída con las entidades financiadoras.

Dentro de este complejo compendio, debemos distinguir, por un lado, los contratos propios del proyecto; y, por otro, los contratos de la financiación (*Project Finance*).

No obstante<sup>48</sup>, primero debemos hablar de los informes de *due diligence*, consistentes en el análisis de la viabilidad y de los riesgos del proyecto, desde legales a técnicos, económicos o de seguros, entre otros. Estos informes son elaborados, generalmente, por los asesores designados por la SVP, previa autorización de las entidades financiadoras, destinatarias también de estos informes y quienes reclamarán a los asesores (directamente) por los daños que puedan causar aquellos informes incorrectos. Existen también informes de carácter comercial y financiero sobre la viabilidad del proyecto como inversión, elaborados por los mismos “sponsors”.

Respecto de los contratos propios del proyecto, se han de entender como aquellos contratos suscritos por la propietaria respecto de la construcción y operación del proyecto, con los diferentes intervinientes del proyecto, cada uno con sus intereses, pagos, fechas y demás necesidades.

Son contratos propios del proyecto:

- (i) Contrato de Construcción (*EPC o Engineering, Procurement and Construction*), donde, entre SVP y contratista, se contrata a precio cerrado la construcción de un activo

---

<sup>46</sup> “Testing of the project facilities”, como así lo expone DEWAR, J., en *International Project Finance*, Oxford University Press, New York, 2011, p. 41.

<sup>47</sup> Ver ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, ob. cit., p. 72.

<sup>48</sup> Sobre la documentación básica de un *Project Finance* ver CARNERO PRIETO, *Project Finance*, ob. cit., pp. 97 a 117.

- que ha de ser entregado en una determinada fecha y listo para funcionar. Por ello, se conoce también como *Turn-Key Agreement*. Metafóricamente, la SVP dará el visto bueno y “girará la llave” que arrancará el proyecto.
- (ii) Contrato de operación, mantenimiento y gestión (*O&M*), mediante el cual un tercero (gestor) gestiona el proyecto para la SVP una vez terminada la construcción (o durante la finalización de esta) y cuyo precio generalmente se divide en un elemento fijo, pagado periódicamente por la gestión habitual del proyecto; y un elemento variable, en función de su productividad. El gestor se obliga a reportar de forma periódica información que permitirá a la SVP evaluar su rendimiento y productividad (*reporting*). Asimismo, generalmente tienen lugar penalizaciones y/o bonificaciones dependiendo del cumplimiento o no, por parte del gestor, de los objetivos establecidos. La duración de estos contratos dependerá de su formato. Mientras que bajo un formato *PPP* (*Private-Public Partnership*) lo normal es que la duración cubra la vida útil del proyecto, bajo otro tipo de formatos la duración puede ser por un plazo determinado. Debemos señalar que no siempre existe un tercero como gestor, si no que la propia SVP puede contar con la experiencia y los recursos necesarios para llevar a cabo la gestión de su proyecto.
  - (iii) Contratos de terreno, que aseguran a largo plazo el uso del terreno sobre el que se desarrollará el proyecto, ya sea mediante la titularidad, derechos de superficie o arrendamiento de este, entre otros. El suelo es imprescindible y su pérdida puede suponer la pérdida del proyecto, por lo que un contrato que asegure el uso a largo plazo sin contratiempos es vital para el proyecto.
  - (iv) Contratos de suministro, que varían en función del tipo de proyecto, bien suscritos directamente entre SVP y proveedor; o comprendidos ya en el contrato de construcción. Con independencia del tipo de contrato, serán vitales tanto su aseguramiento como el control sobre el precio (para evitar subidas repentinas del precio), al igual que en los contratos de terreno.
  - (v) *Off-take agreements* o contratos generadores de ingresos, imprescindibles para la amortización de la financiación y el sostenimiento del proyecto. Como sabemos, un *Project Finance* se caracteriza esencialmente por el *non-recourse* o *limited-recourse* al patrimonio de los “sponsors”. Por ello, las entidades financiadoras sólo tienen recurso

a los activos e ingresos del proyecto. De ahí, que sea muy importante el aseguramiento de estos *agreements*, cuya garantía será, además, un elemento esencial del paquete de garantías que las entidades financiadoras necesitarán para otorgar la financiación.

Por otro lado, son contratos de la financiación (*Project Finance*):

- (i) Contrato de financiación *senior*, llamado así por su “carácter prioritario” y diferenciario de otros contratos de financiación. Se estructura en función de las fases de construcción y explotación, que varían en riesgo y, en consecuencia, en el tipo de interés. El principal y los intereses de la financiación se empezarán a pagar una vez finalizada la fase de construcción del proyecto tras conseguirse el hito financiero de la puesta en marcha<sup>49</sup> y cubrirá la vida útil del proyecto.
- (ii) Contrato de financiación IVA, ya sea de mediante contrato separado o como un tramo dentro del *senior*. Corresponde a los pagos bajo el contrato de construcción, amortizándose esta financiación en un periodo más corto que la financiación *senior* y con el exceso de IVA soportado por la SVP. Respecto de sus garantías, es común encontrarnos con la constitución de prenda sobre derechos de crédito de los excesos y la constitución de prenda sobre “la cuenta IVA”<sup>50</sup>.
- (iii) Cobertura financiera de tipos de interés o de tipos de cambio, ya sea a través del respectivo Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF) de la Asociación Española de Banca, si son operaciones efectuadas bajo derecho español; o a través de un contrato marco de la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) si son operaciones internacionales, exigida por las entidades financiadoras como condición de la financiación.

---

<sup>49</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project Finance*, ob. cit., p. 105.

<sup>50</sup> Una cuenta específica para recibir las devoluciones de los excesos del IVA soportado.

## 2.5. Riesgos

Esencialmente, el éxito de un proyecto se basa en su capacidad para generar durante su fase de explotación flujos de caja más que necesarios. Por esta razón, es lógico que tanto los “sponsors” como las entidades financiadoras requieran de la certeza de que el proyecto es tanto económica como técnicamente viable, es decir, de la certeza de que el proyecto se construya y ejecute en el cumplimiento de las leyes y de las condiciones previamente acordadas.

En definitiva, se quiere tener la certeza de que todo siga el curso normal establecido, siendo la conducta del proyecto previsible. Previsibilidad y seguridad van de la mano, siendo éstas dos características que, tanto “sponsors” como financiadores, buscan en todo proyecto. De hecho, éste es uno de los motivos principales por los que una empresa opta por un *Project Finance* y no por un método de financiación tradicional aun siendo aquella más cara, en términos de coste. Y, ¿cómo se consigue? La financiación de proyecto exige de un estudio de gran precisión respecto de ambas partes, “sponsors” y entidades financiadoras, sobre los riesgos tanto internos como externos a los que está expuesto. El riesgo es su mayor enemigo, por lo que, si queremos otorgar la máxima seguridad y éxito al proyecto, y por tanto asegurarlo, no nos podremos dejar ningún riesgo sin mitigar<sup>51</sup>.

Por ello, el elemento fundamental y diferencial del *Project Finance* respecto de otros métodos es la adecuada gestión del riesgo<sup>52</sup> y, en este sentido, la llamada “matriz de riesgos y mitigantes” del *Project Finance* es una pieza clave<sup>53</sup> dentro de este complejo engranaje. A través de esta “matriz” se conseguirá, primordialmente, orientar el proyecto en función de los riesgos a los que se expone para poder identificarlos y actuar sobre ellos mediante su gestión. Una gestión que conllevará, fundamentalmente, su distribución entre los diferentes participantes que mejor los conozcan y que mejor puedan gestionarlos, así como, su asunción y aseguramiento<sup>54</sup>.

---

<sup>51</sup> Ver CASANOVAS, T., *Financiación internacional con project finance*, ob. cit., p. 119.

<sup>52</sup> Ver MASCAREÑAS, J. y JULIÁN, R., *La financiación de proyectos (Project Finance)*, Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas, 2014. Ver en: <http://ssrn.com/abstract=2407394>, p. 10.

<sup>53</sup> Como así lo considera CASANOVAS, T., en *Financiación internacional con project finance*, ob. cit., p. 119.

<sup>54</sup> Como así defienden NOYA DE LA PIEDRA, I. y DE LOS HEROS ECHECOPAR, J.C., en *Para entender el Project Finance*, THEMIS 54, Revista de Derecho, 2007, p. 38, el adecuado análisis y distribución de los riesgos harán el proyecto viable o, como se suele decir, “bancable”, procedente del término inglés *bankability*. La *bankability* o financiabilidad de un proyecto consistirá en hacer que la estructura del proyecto y la distribución de sus riesgos sean

No obstante, esta minoración y “abaratamiento”<sup>55</sup>, habrá de realizarse de forma óptima de manera que aquellos a los que se transfiere el riesgo han de ser capaces de identificarlo y mitigarlo, ya que el mayor riesgo es aquel que se no se ha identificado.

Así, cualquier proyecto hará frente a una gran variedad de riesgos, que no todos podrán ser fácilmente identificados, e incluso mitigados<sup>56</sup>. La viabilidad del proyecto habrá de estudiarse teniendo en cuenta aspectos básicos como:

- (i) Si la instalación puede ser construida y operada dentro del presupuesto establecido.
- (ii) Si la SVP ostenta la habilidad y experiencia necesaria para la operación y mantenimiento del proyecto.
- (iii) El impacto social y medioambiental del proyecto.
- (iv) Si el proyecto puede cumplir con los términos y condiciones de las licencias y permisos.

Dentro de los diferentes riesgos generalmente presentes en casi la totalidad de las financiaciones de proyecto, destacamos:

- a. Riesgo país, es decir, aquel riesgo que se presenta por el simple hecho de realizarse el proyecto en un país, respecto del marco legislativo y su seguridad jurídica, así como de la estabilidad económica y política del mismo, donde el *Project Finance* buscará destinos seguros y estables, evitando riesgos de corrupción, de cambios normativos o colapsos de orden público contra la soberanía del estado, entre otros.
- b. Riesgos en la fase de construcción, como el retraso o abandono de la construcción y el sobreprecio, así como riesgos relativos al suministro (inexistencia o insuficiencia), de ingeniería o de daños en caso de accidentes.
- c. Riesgos de mercado, particularmente respecto del riesgo de que el valor de los bienes o servicios objeto del proyecto varíen<sup>57</sup>.

---

aceptables por las instituciones financieras para su financiación. Por ello, será necesario recurrir a distintas herramientas para la mitigación de los riesgos, siendo de vital importancia la labor de los abogados respecto del diseño de la estructura contractual y de las garantías que blindarán el proyecto contra los riesgos a los que pueda estar expuesto.

<sup>55</sup> Como así lo llama MASCAREÑAS, J. y JULIÁN, R., *La financiación de proyectos (Project Finance)*, Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas, 2014. Ver en: <http://ssrn.com/abstract=2407394>, p. 10.

<sup>56</sup> Ver DEWAR, J., *International Project Finance*, Oxford University Press, New York, 2011, p. 81.

<sup>57</sup> Ver MASCAREÑAS, J. y JULIÁN, R., *La financiación de proyectos (Project Finance)*, Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas, 2014. Ver en: <http://ssrn.com/abstract=2407394>, p. 13.

- d. Riesgos en la fase de operación, tanto aquellos que deriven de la fase de construcción<sup>58</sup> como los respectivos a una mala gestión y mantenimiento del proyecto y todos aquellos factores que puedan afectar a la rentabilidad del proyecto.
- e. Riesgos financieros, como la devaluación del tipo de cambio, incremento del tipo de interés o los relativos a la solvencia de los intervinientes en el proyecto.
- f. Riesgo de fuerza mayor<sup>59</sup>, es decir, aquel riesgo a la exposición del proyecto a catástrofes naturales y que particularmente se matizará en el contrato de construcción por las partes<sup>60</sup>.
- g. Riesgo medioambiental, respecto de la contaminación e impacto negativo que pueda causar el propio proyecto al medioambiente.

Tras la identificación de todos riesgos<sup>61</sup> y clasificación individual de cada uno de ellos, a través de la matriz de riesgos se tratará, con el fin de hacer frente a los mismos, de estudiar si el riesgo tendrá un impacto potencial grande, pero la probabilidad de que ocurra es baja<sup>62</sup> o, en caso contrario, prever si el riesgo es de impacto potencial bajo, pero con una probabilidad de ocurrencia alta<sup>63</sup>. De esta forma, se conseguirá una evaluación exhaustiva de los riesgos y, por tanto, conocer la viabilidad del proyecto en términos de estabilidad y seguridad, por un lado, y la capacidad de mitigar las variables que lo ponen en peligro, por otro.

La capacidad de asegurar o mitigar los riesgos preocupará, en gran medida, al banco o sindicato de bancos financiadores del proyecto. No sólo tendrán interés en que los riesgos se cubran durante la fase de construcción<sup>64</sup> sino también en la fase de explotación. Si bien, aunque tanto el riesgo de fuerza mayor como el de caso fortuito con carácter general no son asumidos por ninguna de las partes de la fase de construcción<sup>65</sup>, la distribución de los riesgos relativos a esta fase se realizará contractualmente bajo el modelo *Engineering, Procurement and Construction (EPC)* o *Turn-Key*

---

<sup>58</sup> Como pueden ser errores en los materiales, en la construcción o en el diseño.

<sup>59</sup> Nuestro Código Civil en su artículo 1.105 contempla el concepto de fuerza mayor como: “[...] aquellos sucesos que no hubieran podido preverse, o que, previstos, fueran inevitables.”

<sup>60</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project finance*, ob. cit., p. 86.

<sup>61</sup> Ver MASCAREÑAS, J. y JULIAN, R., *La financiación de proyectos (Project Finance)*, Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas, 2014. Ver en: <http://ssrn.com/abstract=2407394>, p. 13.

<sup>62</sup> Habiendo entonces que “asegurar” el riesgo.

<sup>63</sup> Donde habrá entonces que “mitigar” el riesgo.

<sup>64</sup> Que, como sabemos, es la fase más incierta y en la que está expuesto a más riesgos.

<sup>65</sup> Como así entiende CARNERO PRIETO, en *Project finance*, ob. cit., p. 87.

*Agreement*<sup>66</sup>, siendo éstos asumidos por el constructor durante dicha fase y, por tanto, correspondiéndole la responsabilidad de los perjuicios que puedan causar los mismos. Así, el constructor garantizará: bien el pago de indemnizaciones a la SVP, que acabarían en manos de los bancos en última instancia; bien el pago de indemnizaciones cubiertas por el correspondiente seguro contratado de daños, de responsabilidad civil, de transporte, o, incluso, que cubran el sobreprecio de los materiales<sup>67</sup>.

No cabe duda, por tanto, de la importancia que tiene el desarrollo de la matriz de riesgo para el análisis de cualquier proyecto. Sus riesgos y sus correspondientes mitigantes, así como los sujetos que los soportan, vendrán reflejados en la misma. Un ejemplo de matriz de riesgos podría ser el siguiente:

RIESGO	MITIGANTES	QUIÉN LO SOPORTA
De construcción (retrasos, sobrecostos, *defectos)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• “Due Diligence” Técnico</li> <li>• Contrato EPC</li> <li>• Seguros</li> <li>• Compensaciones por fuerza mayor</li> <li>• *Garantías suministradores</li> <li>• *Contrato EPC y garantías</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Constructor/Administración/Accionistas/</li> <li>• *Constructor/Suministradores</li> </ul>
De operación (mala gestión, incremento precios servicios o materias primas, incremento gastos de O&M)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contratos servicios O&amp;M y suministros (precio cerrado y garantías)</li> <li>• “Due Diligence” Técnico</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SVP</li> </ul>

<sup>66</sup> A un precio, diseño, fabricación y proyecto, entre otros, cerrado con el contratista o constructor con anterioridad a su realización. Ver MASCAREÑAS, J. y JULIÁN, R., *La financiación de proyectos (Project Finance)*, ob. cit., p. 12.

<sup>67</sup> El constructor también asumirá tanto la responsabilidad por vicios ocultos- arts. 1484 y ss del Código Civil- como la responsabilidad de diez años por obra civil -art. 1591 Código Civil- durante los períodos legalmente establecidos con independencia del período de garantía suscrito en el EPC, como así lo expone CARNERO PRIETO, en *Project finance*, ob. cit., p. 87.



	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cuentas de Reserva O&amp;M</li> </ul>	
De tipos de interés (impacto económico negativo del incremento de tipos de interés del proyecto)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Derivados financieros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Administración/ SVP</li> </ul>
De tipos de cambio (impacto económico negativo de la evolución de los tipos de cambio en el proyecto)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Derivados financieros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Administración/ SVP</li> </ul>
Fuerza mayor	<ul style="list-style-type: none"> <li>• “Due Diligence” de Seguros</li> <li>• Seguros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Administración/ SVP</li> </ul>
Comercial (obtención de menos ingresos de los previstos en la explotación del proyecto)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• “Due Diligence” (tráfico, recurso, mercado)</li> <li>• Cuentas de reserva</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SVP</li> </ul>
Contraparte (incumplimiento obligaciones contractuales de partes en el proyecto)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Avaes financieros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SVP</li> </ul>

Medio Ambiental	<ul style="list-style-type: none"> <li>• “Due Diligence” Medioambiental</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Accionista/ SVP</li> </ul>
-----------------	--	---

Fuente: Gestión integral de proyectos<sup>68</sup>

## 2.6. Paquete de garantías

Como sabemos, la particularidad del *Project Finance* es la configuración de la estructura de su financiación, donde las entidades financiadoras (y, por tanto, acreedores) tienen acceso únicamente a los flujos de caja que genere el proyecto, pero no tienen recurso (*non-recourse*) o recurso limitado (*limited-recourse*<sup>69</sup>) al patrimonio de los “sponsors”<sup>70</sup>.

Por ello, y con más razón durante las fases previas y de construcción del proyecto donde los riesgos asumidos son mayores<sup>71</sup>, dichas entidades financieras querrán suscribir garantías sobre casi la totalidad de los activos de la SVP, respecto de cuya capacidad de generar ingresos dependerán para obtener la devolución de la financiación otorgada y no de la capacidad de los “sponsors”, cuyas obligaciones se limitarán, con carácter general, a las de aportar las cantidades mínimas de capital o deuda subordinada durante la construcción del proyecto<sup>72</sup>.

Es clave, por ello, que las entidades financiadoras ostenten a su favor un paquete de garantías fuerte (denominadas “security package”) tanto personales como sobre cada uno de los activos cruciales de la SVP<sup>73</sup> (garantías reales), deudora de la financiación. A través de la configuración

<sup>68</sup> Ver MANRIQUE NAVAS, A. y VELÁZQUEZ PRADO, I., *Financiación de Proyectos*, p. 173, en SOLS RODRÍGUEZ-CANDELA, A., FERNÁNDEZ FERÁNDEZ, I. y ROMERO YACOBI, J., *Gestión integral de proyectos*, UPC, 2013, pp. 165 a 193.

<sup>69</sup> Únicamente en supuestos muy específicos y a corto plazo.

<sup>70</sup> Diferenciándose así de las financiaciones tradicionales, donde las entidades financieras se basan en la solvencia financiera de su deudor teniendo en cuenta todo su patrimonio.

<sup>71</sup> Equiparándose los riesgos asumidos por las entidades financieras a los de los “sponsors”, como señalan DE CÁRDENAS SMITH, C. y ARLABÁN GABEIRAS, B., *Los esquemas de garantía en una financiación sindicada*, p. 322, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) y otros, *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Aranzadi, 2017, pp. 303 a 359.

<sup>72</sup> “De tal forma que se mantenga con cada disposición de fondos ajenos un ratio de deuda sobre fondos propios preestablecido”, como así exponen DE CÁRDENAS SMITH, C. y ARLABÁN GABEIRAS, B., *Los esquemas de garantía en una financiación sindicada*, p. 321, ob. cit.

<sup>73</sup> En particular, sobre las limitaciones de la asistencia financiera, ver MARTÍN BAUMEISTER, B., *La configuración de paquetes de garantías en distintas modalidades de financiación sindicada, en particular, en financiaciones corporativas, de adquisición, de proyecto y de sale and lease back*. (*Security Packages Typically Associated to*

de éstas vías de protección que se crean en torno al proyecto (conocida su estructura como “ring fence” en inglés), que es una de las principales problemáticas de la financiación de proyectos, se pretende<sup>74</sup>:

- (i) Mitigar los riesgos y su impacto en el proyecto.
- (ii) Evitar la obtención en garantía, por parte de otros acreedores, de los bienes de la SVP.
- (iii) Asegurar que todos los ingresos se dirijan al pago de la deuda.
- (iv) Obtener el control del proyecto en caso de no llegar éste a buen término.

### 2.6.1. Garantías reales hipotecarias y pignoraticias

- (i) Prendas sobre los derechos de crédito como prendas de cuentas bancarias, prendas de los contratos del proyecto<sup>75</sup> o, incluso, sobre los seguros. Si bien<sup>76</sup>, aunque la configuración de esta figura no está contemplada en nuestro Código Civil<sup>77</sup> como tal, tanto la jurisprudencia como la mayoría de la doctrina<sup>78</sup> reconocen las cesiones en garantía como prenda de créditos donde la notificación del derecho de crédito al deudor es la forma de realizar el

---

*Syndicated Loan Agreements*), November, 2013, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2486496>: “[...] En aquellas financiaciones en las que las partes financieras no sólo financian el proyecto, sino también la adquisición de la sociedad vehículo, existe el riesgo de que el paquete de garantías financieras cumpla los requisitos del régimen de asistencia financiera establecido en los arts. 143.2 y 150.1 LSC. En este supuesto, tiene sentido separar los tramos de financiación en un tramo de adquisición y otro de desarrollo del proyecto y que el paquete de garantías de la sociedad vehículo garantice únicamente este último. [...]”

<sup>74</sup> Sobre los contratos de garantía ver ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, ob. cit., pp. 108 a 149.

<sup>75</sup> Contratos EPC, O&M y off-take, así como, contratos de arrendamiento o cualquiera que pueda generar derechos de crédito para la SVP. Nuestro ordenamiento otorga al acreedor pignoraticio únicamente la posibilidad de percibir directamente el cobro del derecho de crédito o a venderlo y recobrar la deuda por el precio de la venta. Es decir, no cede el crédito, sino el derecho a cobrar su cantidad.

<sup>76</sup> Como señala CARNERO PRIETO, D., *Project Finance*, ob. cit., p. 111.

<sup>77</sup> No obstante, por analogía son aplicables a los contratos de prenda de créditos los arts. 1.526 y 1.527 del Código Civil; así como, los arts. 347 y 348 del CCom., como señala ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, ob. cit., p. 122.

<sup>78</sup> Como expone ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, p. 120, ob. cit., ROMERO MATUTE señala: “las cesiones de créditos pueden obedecer a una causa gratuita (donación por el cedente al cesionario de la titularidad del crédito que tiene frente al deudor), desempeñar una función solutoria o una función de financiación, tener por finalidad la mera gestión de cobro del mismo o servir como garantía de la satisfacción de otro crédito”, en ROMERO MATUTE, B., *El concurso de acreedores y las cesiones de créditos*, Thomson-Civitas, Madrid, 2005, p. 28

traslado posesorio<sup>79</sup>. Respecto de la jurisprudencia, así lo sostiene nuestro Tribunal Supremo en la sentencia del 26 de septiembre de 2002<sup>80</sup>: *“La prenda de derechos es el derecho real de prenda que no recae sobre una cosa, sino sobre un derecho y al acreedor pignoraticio se le transmite, no la posesión de la cosa, sino el poder en que el derecho consiste, que le permite realizarlo. En el caso de prenda sobre derecho de crédito se producen los mismos efectos que la posesión, por la notificación al deudor y por la facultad del acreedor pignoraticio de percibir directamente el crédito que ha sido objeto de aquella prenda”*.

Asimismo<sup>81</sup>, cabe señalar que en aquellos casos en los que la financiación se desglose un tramo IVA, cabe la existencia de prendas sobre el derecho a solicitar o a recibir las devoluciones de IVA que correspondan respecto de la adquisición del activo. Por otro lado, las entidades financiadoras obligarán también a los “sponsors” a otorgar hipotecas (mobiliarias o inmobiliarias), prendas posesorias o prendas sin desplazamiento sobre activos del proyecto como instalaciones, equipos o terrenos. En particular, en el caso de proyectos bajo el formato PPP (público-privados de obra pública), son frecuentes las hipotecas sobre la concesión administrativa de obra pública<sup>82</sup>, consideradas bienes inmuebles<sup>83</sup> e hipotecables<sup>84</sup>.

- (ii) Prenda de acciones o participaciones de la SVP, que, aunque pueda parecer ir en contra del principio de no recurso o recurso limitado a los activos e ingresos del proyecto, más bien supone la realización de este. Y es que, a través de estas mismas prendas, el objetivo de las

---

<sup>79</sup> Ver CARNERO PRIETO, D., *Project Finance*, ob. cit., p. 111.

<sup>80</sup> STS de 26 septiembre de 2002, Sala Primera de lo Civil, Sentencia 875/2002. Ponente: Ilmo. Sr. Xavier O'Callaghan Muñoz.

<sup>81</sup> Como así lo expone MARTÍN BAUMEISTER, B., *La configuración de paquetes de garantías en distintas modalidades de financiación sindicada, en particular, en financiaciones corporativas, de adquisición, de proyecto y de sale and lease back. (Security Packages Typically Associated to Syndicated Loan Agreements)*, 2013, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2486496>, p. 11.

<sup>82</sup> Respecto de la hipoteca sobre la concesión ver ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, ob. cit., pp.109 a 115.

<sup>83</sup> Art. 334.10 CC: *“Son bienes inmuebles [...] 10. Las concesiones administrativas de obras públicas y las servidumbres y demás derechos reales sobre bienes inmuebles.”*

<sup>84</sup> Art. 107.6 Ley Hipotecaria: *“Podrán también hipotecarse [...] 6. Las concesiones administrativas de minas, ferrocarriles, canales, puentes y otras obras destinadas al servicio público, y los edificios o terrenos que, no estando directa y exclusivamente destinados al referido servicio, pertenezcan al dominio particular, si bien se hallen agregados a aquellas obras, quedando pendiente la hipoteca, en el primer caso, de la resolución del derecho del concesionario.”*

entidades financiadoras, en casos de incumplimiento de las obligaciones de pago, será bien adquirir<sup>85</sup> el proyecto (adquisición de la titularidad de la SVP), bien que un tercero<sup>86</sup> lo adquiera, o bien la toma de control de la SVP. En definitiva, la prenda sobre acciones o participaciones de la SVP da la posibilidad a las entidades financiadoras de recuperar la financiación recurriendo únicamente a los activos del proyecto pero, en ningún momento, al patrimonio de los “sponsors”. Por tanto<sup>87</sup>, ejecutar la prenda en el caso de incumplimiento de la obligación de pago por parte de la SVP de la obligación (garantizada) significará el cambio de manos respecto de la titularidad de la SVP debido a la transmisión de las acciones o participaciones pignoras a la entidad financiadora o al tercero designado. Una pignoración que sufrirá restricciones en el caso de que la SVP sea titular de una concesión administrativa o que, incluso, se extienda a sociedades filiales en el caso de tener el proyecto una estructura societaria compleja.

Así<sup>88</sup>, mediante la constitución de esta prenda, diferenciamos dos tipos de relaciones: por un lado, la relación entre entidades financiadoras y “sponsors” al constituir la prenda de las acciones en favor de los primeros bajo el contrato de prenda; y, por otro lado, la relación entre la SVP y sus accionistas o socios, de tal manera que en ocasiones se requiera la modificación de los estatutos sociales con el fin de que los derechos de los accionistas/socios se adecúen al contrato de prenda celebrado. Es decir, para que las entidades financiadoras pueden ejercer los derechos de los socios<sup>89</sup>, como, sin ir más lejos, el derecho de voto.

---

<sup>85</sup> Respetando siempre la prohibición al pacto comisorio, como expone CARNERO PRIETO, en *Project Finance*, p. 110, ob. cit.: “Como sabemos, nuestro derecho no permite el pacto comisorio o adquisición del activo pignorado directamente al ejecutar una garantía real, pero sí es posible adjudicarse dicho activo tras dos subastas desiertas (reglas de los arts. 1872 y siguientes del Código Civil y arts. 681 y concordantes de la LEC) [...]”.

<sup>86</sup> Amistoso y designado o recomendado por el banco o sindicato de bancos.

<sup>87</sup> Sobre las prendas de acciones o participaciones ver CARNERO PRIETO, *Project Finance*, p. 109 y 110, ob. cit.

<sup>88</sup> Sobre las prendas de acciones o participaciones de la SVP también consultar ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, pp. 127 a 129, ob. cit.

<sup>89</sup> Al respecto, el artículo 132.1 LSC reza: “Salvo disposición contraria de los estatutos, en caso de prenda de participaciones o acciones corresponderá al propietario el ejercicio de los derechos de socio. El acreedor pignoraticio queda obligado a facilitar el ejercicio de estos derechos.” Por ello, para que los acreedores pueden ejercer los derechos de los socios necesitarán que los estatutos se modifiquen en su favor.

No obstante, se ha señalado<sup>90</sup> que en la práctica este tipo de conductas no es usual dado el riesgo que les supone a los bancos de incurrir en responsabilidad por la toma de control de la SVP y a la “escasa litigiosidad del *Project Finance*”.

- (iii) Promesas de otorgar garantías reales en una fecha concreta o condicionadas a eventos futuros<sup>91</sup>, respecto de las cuales son utilizadas con el propósito:
- i. Bien de evitar por completo los altos costes que implica la constitución de este tipo de garantías reales en aquellos casos donde, finalmente, no se da condición alguna y, por tanto, no se otorga la garantía.
  - ii. Bien de diferir los costes hasta la fecha cierta y futura establecida, momento en el que se otorgará la garantía.
  - iii. Bien como fase previa de una garantía futura y cierta pero que no se puede entregar en el momento de la promesa hasta que se suscriban los contratos objeto de prenda, como puede pasar con los contratos de O&M. Sabemos que se suscribirán en el futuro, pero hasta que no existan no podrán pignorarse.

Las promesas de prenda no son garantías reales en sí ni constituyen un derecho real. Más bien, es una obligación contractual que dan lugar, únicamente, a una acción personal a favor de la entidad financiadora prometida, mediante la que podrá al promitente exigirle el cumplimiento de la promesa. En este sentido, el artículo 1.862 del Código Civil hace una clara distinción: “*La promesa de constituir prenda o hipoteca sólo produce acción personal entre los contratantes, sin perjuicio de la responsabilidad criminal en que incurriere el que defraudase a otro ofreciendo en prenda o hipoteca como libres las cosas que sabía estaban gravadas, o fingiéndose dueño de las que no le pertenecen.*”

De esta forma, llegado el momento, el promitente habrá de otorgar la garantía prometida. No obstante, en ocasiones se puede dar el caso que este momento no sea el idóneo (para el proyecto) para otorgar la garantía por estar en dificultades o por estar en riesgo de insolvencia. Es por ello, que la entidad financiadora, con el fin de protegerse ante el posible incumplimiento de la promesa (que conlleva, nada más y nada menos, que no constituirse

---

<sup>90</sup> Como expone ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, p. 129, ob. cit.

<sup>91</sup> Ver CARNERO PRIETO, *Project Finance*, p. 113, ob. cit.

a su favor la garantía prometida) y de que sea mayor la probabilidad de ser ejecutada la garantía real prometida, ésta misma irá acompañada generalmente de un poder irrevocable que le permitirá a la entidad financiadora otorgar la garantía en nombre y por cuenta de la SVP<sup>92</sup>.

Particularmente, respecto de las promesas de constituir hipoteca<sup>93</sup>: “*Si el promitente incumple su obligación de constituir hipoteca podrá ser compelido a ello por el acreedor, quien, tras la sentencia de condena de hacer (emitir la declaración de voluntad necesaria para perfeccionar el contrato de hipoteca), podrá incluso instar la ejecución forzosa. El promisorio podrá obtener la ejecución forzosa en forma específica si la promesa contenía todos los elementos de la hipoteca que se prometía, particularmente, determinación de la obligación garantizada y del inmueble a hipotecar, y, además, si, como exigen los núms. 2º y 3º del art. 1857 CC, el mismo pertenece al promitente y tiene facultades para disponer de él (cfr. art. 708.1º LECiv).*”

En definitiva<sup>94</sup>, la decisión de prometer otorgar garantías en vez de constituir las directamente responde a una decisión meramente comercial y lógica basada en los potenciales riesgos de no constituir la y en los costes que suponen su constitución, frente al beneficio de sí constituir la. Por tanto, la decisión dependerá de la practicidad de constituir la garantía en cada caso concreto.

## 2.6.2. Garantías personales de los “sponsors”

- (i) Las cartas de patrocinio o *comfort letters*, que hacen honor a lo que su propio nombre indica. Es decir, las cartas de patrocinio consisten en<sup>95</sup>: “*un conjunto de declaraciones orientadas a asegurar o tranquilizar al destinatario acerca del buen éxito de la operación con la sociedad filial deudora*”, donde se realizarán tanto manifestaciones

---

<sup>92</sup> En caso de que llegado el momento la SVP incumpliera la promesa dentro de un determinado plazo desde que haya sido requerido para ello, como así señala CARNERO PRIETO, *Project Finance*, p. 114, ob. cit.

<sup>93</sup> Ver CARRASCO PERERA, A., *Tratado de los Derechos de Garantía*, 3ª ed., Thomson-Reuters Proview, enero 2015.

<sup>94</sup> Señala CARNERO PRIETO, *Project Finance*, p. 113, ob. cit.

<sup>95</sup> Sobre cartas de patrocinio ver CARRASCO PERERA, A., *Tratado de derechos de garantía*, Aranzadi, 2002, pp. 307 a 336.

respecto de la confianza puesta en la sociedad o sociedades filiales involucradas en el proyecto, como compromisos de vigilancia sobre éstas o compromisos de sostenimiento financiero de su filial (propietaria del proyecto).

No obstante, no estamos ni ante nuevo modelo de garantía u obligaciones de resultado, ni ante contratos ni modelos negociales independientes, sino ante un fenómeno propio de los grupos de sociedades y de sus técnicas de financiación. Se tratan de “fórmulas de crédito financiero” que provienen principalmente del derecho anglosajón y que gozan cada vez de más importancia en nuestro derecho debido a sus ventajas fiscales y contables<sup>96</sup> a la hora de necesitar financiación externa al grupo societario.

Dada la gran variedad de clasificaciones que existen sobre las cartas de patrocinio<sup>97</sup>, distinguimos:

Declaraciones de mera manifestación de hechos, entre otras:

- De conocimiento de que se ha concedido un crédito a la sociedad filial.
- De control y participación en la sociedad filial.
- De confianza en la gestión de la filial involucrada en el proyecto.

Declaraciones que suponen compromisos frente a la entidad financiadora, entre otras:

- De mantener las participaciones o acciones sobre la filial (es decir, mantener el control sobre ésta), salvo previa aprobación del acreedor.
- De mantener a la filial de tal forma que le permita atender sus compromisos.
- De reembolsar el crédito al banco con carácter subsidiario a la filial, en todo caso o en determinados supuestos.
- De gestión eficaz de la filial en aras de mantener su capacidad de cumplimiento.

Consisten en dar una cierta tranquilidad o *comfort* a los bancos financiadores, sin ser estrictamente una garantía como una fianza o aval, sino más como una “firma de favor

---

<sup>96</sup> A diferencia de las cartas de patrocinio, una garantía clásica ha de hacerse constar en el balance, lo que supone alterar el pasivo de la sociedad y, en consecuencia, alertar a futuros financiadores sobre la existencia de estas garantías con terceros. Sobre las ventajas de la emisión de declaraciones de patrocinio ver CARRASCO PERERA, A., *Tratado de derechos de garantía*, p. 309, ob. cit.

<sup>97</sup> Sobre la clasificación propuesta en base a la clasificación de LÓPEZ URIEL, ver CARRASCO PERERA, A., *Tratado de los derechos de garantía*, p. 311, ob. cit.



en letra de cambio”<sup>98</sup> con el propósito de conseguir el crédito en favor de la filial. Sin embargo, al igual que la garantías personales, en estas *comfort letters* intervienen tres partes<sup>99</sup>: la SVP (sociedad filial y deudora del crédito); la sociedad matriz (se establece una “relación de cobertura” entre ambas); y acreedor (vinculado a la SVP bajo una “relación subyacente”).

- (ii) El contrato de apoyo de los socios o accionistas<sup>100</sup>, vinculado al resto de contratos del *Project Finance* y cuyo fin es garantizar el cumplimiento de los pagos de la financiación siempre y cuando la SVP no pueda. Es de carácter adicional a las demás garantías y surge por la falta de recurso al patrimonio de los accionistas/socios de la SVP que tanto caracteriza al *Project Finance*<sup>101</sup>. Estos contratos suponen, hoy en día, la constitución de una garantía esencial dentro de la financiación al hacer más partícipes a cada uno de los “sponsors” del proyecto. Así, los intereses de ambos (“sponsors” y proyecto) van aún más de la mano. Entre las distintas obligaciones que asumen en favor de las entidades financiadoras, destacan<sup>102</sup>: las obligaciones de aportación ordinaria de fondos<sup>103</sup>, por un lado, y, por otro lado, las obligaciones de aportación contingente de fondos para cubrir el importe vencido y exigible de la financiación (siempre que la SVP no pueda hacer frente al mismo) en casos de abandono del proyecto en la fase de construcción, retraso de la puesta en marcha o resolución de los contratos, entre otros.

---

<sup>98</sup> Sobre las cartas de patrocinio también consultar DOMÍNGUEZ PÉREZ, E.M., *Problemática de las cartas de patrocinio. Comentarios a algunos recientes pronunciamientos jurisprudenciales*, RCDI, núm. 694, pp. 782 a 795, marzo - abril 2006. Ver en: <https://libros-revistas-derecho.vlex.es/vid/cartas-patrocinio-pronunciamientos-329760>

<sup>99</sup> Como expone DOMÍNGUEZ PÉREZ, E.M., *Problemática de las cartas de patrocinio. Comentarios a algunos recientes pronunciamientos jurisprudenciales*, pp. 782 a 795, ob. cit.

<sup>100</sup> Sobre el contrato de apoyo ver ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, p.133, ob. cit.

<sup>101</sup> Sobre el contrato de apoyo de los socios en un *Project Finance*, consultar también MÍNGUEZ, R. y SANTIAGO, P., *El contrato de apoyo de los socios en financiaciones de proyecto: análisis de la figura y su evolución en un contexto de crisis crediticia*, LA LEY 16509/2012, 2012. Ver en: <file:///C:/Users/Carlos%20Fierro/Downloads/El%20contrato%20de%20apoyo%20de%20los%20socios%20en%20financiacion....pdf>

<sup>102</sup> Distingue ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, pp. 136 y 137, ob. cit.

<sup>103</sup> Mediante ampliaciones de CS o préstamos (subordinadas al *Project Finance*), por ejemplo, y generalmente constituidas como obligaciones a primer requerimiento como así expone CARNERO PRIETO, *Project Finance*, p. 115, ob. cit.

No obstante, estos compromisos generalmente se limitan en plazo hasta la puesta en marcha del proyecto, momento a partir del cual las entidades financiadoras únicamente podrán recobrar su crédito con los flujos de caja generados por el proyecto<sup>104</sup>.

En definitiva<sup>105</sup>, el propósito último de estos contratos es ofrecer una garantía personal a primer requerimiento para, así, dar la tranquilidad (al igual que las *comfort letters* pero no en el mismo sentido) a las entidades financiadoras de que un tercero (en caso de no poder el obligado principal, la SVP) cumplirá con las obligaciones de pago suscritas en los contratos de financiación. El tráfico jurídico es cada vez más complejo (especialmente cuando hablamos de figuras como el *Project Finance*) y lo que se necesita es una practicidad jurídica. Estos contratos de apoyo, como garantías personales a primer requerimiento que son, cubren la necesidad de una mayor inmediatez, flexibilidad y eficacia que los distintos agentes del proyecto requieren (tanto nacionales como internacionales) y representan la superación de restricciones legales sobre figuras como la fianza.

Otras garantías personales habitualmente requeridas y de las que los “sponsors” responden con su patrimonio<sup>106</sup> son, entre otras: la garantía de sobrecostes, donde en caso de superarse el coste máximo de la obra, la cantidad adicional la habrán de aportar los “sponsors”; la garantía de puesta en marcha, o más bien de retraso, al cubrir el lucro cesante causado por el retraso y donde diferenciamos “fecha prevista de puesta en marcha”<sup>107</sup> y “fecha límite de puesta en marcha”<sup>108</sup>; y la garantía de rendimiento, en casos de no rendir el proyecto según las condiciones previstas.

### **2.6.3. Los acuerdos directos (*step-in rights*) y el tratamiento de los seguros**

---

<sup>104</sup> Por ello, lo normal es que este tipo de garantías personales otorgadas por los accionistas o socios de la SVP se otorguen durante la fase de construcción del proyecto, quedando éstas canceladas una vez se de paso a la fase de operación. Ver CARNERO PRIETO, *Project Finance*, p. 115, ob. cit. y DE CÁRDENAS SMITH, C. y ARLABÁN GABEIRAS, B., *Los esquemas de garantía en una financiación sindicada*, p. 321, ob. cit.

<sup>105</sup> Sobre la ratio financiera, la función económica y naturaleza jurídica de los contratos de apoyo ver MÍNGUEZ, R. y SANTIAGO, P., *El contrato de apoyo de los socios en financiaciones de proyecto: análisis de la figura y su evolución en un contexto de crisis crediticia*, ob. cit. pp.1 a 3.

<sup>106</sup> Sobre garantías personales de los accionistas ver MANRIQUE NAVAS, A. y VELÁZQUEZ PRADO, I., *Financiación de Proyectos*, pp. 186 y 187, ob. cit.

<sup>107</sup> A partir de esta, los “sponsors” tendrán que compensar la pérdida de ingresos por el retraso.

<sup>108</sup> Superada esta, las entidades financieras podrán reclamar la devolución de la deuda.

- (i) Los acuerdos directos y *step-in rights*, que no son estrictamente garantías (no es ni una pignoración ni una cesión de derechos<sup>109</sup>) sino acuerdos que otorgan determinados derechos no contemplados con anterioridad respecto de los contratos suscritos en un *Project Finance*. Son comunes estos acuerdos directos respecto del contrato de construcción, otorgando, a la entidad financiadora, el derecho a recibir información directamente del constructor sobre determinadas cuestiones como: daños, suspensión de la obra, fuerza mayor y, en particular, el preaviso del contratista de denuncia y terminación del contrato de construcción por incumplimiento de la SVP.

En este sentido<sup>110</sup>, en casos de incumplimiento, por medio de los *step-in rights* los bancos financiadores tendrán derecho a designar a un tercero para subrogarse en la posición del contratista<sup>111</sup> con el fin de recuperar el proyecto y llevarlo a buen puerto. Así, son tres las partes que intervienen: entidad financiadora; SVP; y la contraparte correspondiente según el contrato. No obstante, estos *step-in rights* son, por un lado, medidas agresivas y más frecuentes en la práctica internacional que en la nacional, que ni siquiera encontramos reconocidos (ni prohibidos) en nuestro ordenamiento; y, por otro, pueden ser equiparables sus efectos a los efectos de la prenda de acciones o participaciones de la SVP.

- (ii) Los seguros son otra de las formas a través de las cuales se puede proteger el proyecto de los riesgos que deriven de su construcción y operación. En muchas ocasiones<sup>112</sup>, de hecho, los seguros son indispensables para poder seguir adelante con la financiación al representar, lo que se conoce como “planes de seguro”, la forma más adecuada de reparto de los riesgos cuya probabilidad de ocurrencia sea probable, con el fin, así, de asegurarlos.

---

<sup>109</sup> Sobre acuerdos directos y *step-in rights* ver CARNERO PRIETO, *Project Finance*, p. 116, ob. cit.

<sup>110</sup> Como expone ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, p. 138, ob. cit.

<sup>111</sup> Con la obligación de llevar a cabo los pagos, pero con el beneficio de tener el derecho a recibir las prestaciones previstas en el contrato, como señala MARTÍN BAUMEISTER, B., “*La configuración de paquetes de garantías...*”, p. 33, ob. cit.

<sup>112</sup> Como defiende ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, p. 148 ob. cit.

De esta forma, en muchas ocasiones será indispensable la “cuenta de seguros”, lugar donde irán a parar las indemnizaciones con el propósito de cubrir riesgos probables como: daños, siniestros, pago de la deuda vencida y no satisfecha, y el lucro cesante por retraso de la puesta en marcha, entre otros. Respecto del tratamiento de estos seguros, lo habitual es constituir prenda sobre los seguros<sup>113</sup>, o nombrar beneficiario y/o coasegurado a la entidad financiera.

#### **2.6.4. La Responsabilidad Patrimonial de la Administración pública y prenda sobre créditos futuros**

En las operaciones de financiación de proyecto bajo la fórmula *PPP* o *Private-Public Partnership*, donde nos encontramos con operaciones consistentes en la construcción y desarrollo de un proyecto destinado al servicio público (la SVP es concesionaria de una obra pública), es común la suscripción de garantías de prenda sobre el crédito<sup>114</sup> que tenga la SVP en su favor frente a la Administración pública en aquellos casos que tenga lugar lo que se conoce como “Responsabilidad Patrimonial de la Administración (RPA).

La RPA consiste en aquella compensación dada por la Administración por la resolución (por causa no imputable a la SVP) anticipada de la concesión<sup>115</sup>, de la que deriva un derecho de cobro a favor de la SVP. Este derecho, derivado de la RPA y a favor de la SVP, con el fin de obtener financiación ajena para el desarrollo de la infraestructura que se destinará a fines públicos, es generalmente dado en prenda a favor de las entidades financiadoras, que obligará a la SVP a destinar la indemnización a la amortización pendiente de la financiación.

No obstante, esta indemnización de la que hablamos tendrá lugar en casos de intervención administrativa, ya sea por razones de expropiación o por razones concursales (inicio de la

---

<sup>113</sup> Que no es más que una prenda de los derechos de crédito, como expone CARNERO PRIETO, *Project finance*, p. 111, ob. cit.

<sup>114</sup> Sobre la prenda de créditos derivados de la Administración Pública ver ANTÓN GERONA, J. J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, ob. cit., pp. 338-346.

<sup>115</sup> Art. 280.1 de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014 “[...] por razón de la expropiación de terrenos, ejecución de obras de construcción y adquisición de bienes que sean necesarios para la explotación de la obra objeto de la concesión [...]”

liquidación de la SVP -concesionaria de la obra pública-), es decir, hablamos de la constitución de garantías de prenda “sobre” crédito futuro, que no una “prenda en garantía de un crédito futuro”, cuya distinción es importante a la hora de establecer su protección y resistencia al procedimiento concursal en virtud del art. 90.1. 6º LC.

Y es que, el art. 90.1. 6º LC ha sido objeto de controvertido debate doctrinal antes y después de sus modificaciones<sup>116</sup>, especialmente tras la polémica reforma de la Ley 38/2011 (DT 4ª). Incluso, llegó a ser doctrina mayoritaria la interpretación “correctora” de este artículo, entendiendo que el legislador se refería, en realidad, al concepto de prenda “sobre” créditos futuros al hablar de “prenda en garantía de créditos futuros”. Bajo esta interpretación correctora, la prenda “sobre” créditos futuros se tendrían por prenda de créditos con privilegio especial de la LC. Si bien, en casos donde una entidad financiadora siga financiando a una SVP concursada, este acreedor (entidad financiadora) más que privilegiado se vería perjudicado por el tenor literal de la reforma al no reconocerse el privilegio de la prenda “sobre” créditos futuros (posteriores al concurso) si no está inscrita en el Registro de Bienes Muebles. Por ello, si siguiéramos esta interpretación, surge la controversia de si, entonces, es necesaria la inscripción de este tipo de prendas para que el acreedor se vea privilegiado de este régimen respecto de créditos nacidos *a posteriori* del inicio del concurso. Sin embargo, el Tribunal Supremo, en su sentencia del 18 de marzo de 2016<sup>117</sup>, asienta clara jurisprudencia contraria a esta interpretación “correctora”. El TS entiende que este precepto legal regula únicamente la “prenda en garantía de créditos futuros”, cuyo privilegio especial se reconocerá sólo a: “los créditos nacidos con anterioridad a la declaración del concurso”; y, de forma excepcional, a los créditos nacidos con posterioridad en dos casos, bien cuando se proceda a su rehabilitación (en virtud del art. 68 LC) o bien cuando estuviera inscrita la “prenda en garantía de créditos futuros” en un registro público y con anterioridad a la declaración del concurso. Así, este privilegio (tras la reforma de la Ley 38/2011) se refiere exclusivamente a las “prendas en garantía de créditos futuros”, una interpretación que se ve reflejada y apoyada por la posterior modificación de este artículo en la Ley 40/2015, de 1 de octubre (DF 5ª), que expresamente regula, además de las “prendas en garantía de créditos futuros”, la prenda “sobre”

---

<sup>116</sup> El art. 90.1. 6º LC de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, fue modificado en un principio por la Ley 38/2011, de 10 de octubre (DT 4ª) y, finalmente, por la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público (DF 5ª).

<sup>117</sup> STS del 18 de marzo de 2018, Sala de lo Civil, (1211/2016).

créditos futuros en su modificación, en la que puede verse reflejada la Tesis Intermedia<sup>118</sup> seguida por nuestro TS sobre la resistencia concursal de la prenda “sobre” créditos futuros.

Asimismo, puede decirse que, no sólo en casos de RPA sino en un *Project Finance* en general, la figura de la prenda “sobre” créditos futuros tiene una importante presencia a la hora de obtener la financiación del proyecto. Un tipo de prenda que, en el contexto de una operación de *Project Finance*, se sometería a la regulación especial de la Directiva 47/2002 y del Real Decreto Ley 5/2005, siempre y cuando se constituya de conformidad con las condiciones de elegibilidad que veremos en el apartado 2.6.5 de este trabajo. En este sentido, cabría matizar que el interés de esta Directiva 47/2002 de mejorar la seguridad jurídica de los acuerdos de garantía financiera (como establece en su considerando 5), le lleva a pretender que no se aplique (o más bien que los Estados miembros controlen que no se aplique), en concreto, toda disposición sobre insolvencias que impidan la efectiva ejecución de las garantía financieras a su amparo<sup>119</sup>, como pueden ser estas prendas “sobre” créditos futuros. En este sentido, el régimen establecido en el art. 90.1. 6º LC cedería ante el régimen especial del RDL 5/2005.

### **2.6.5. Garantías financieras al amparo de la Directiva 47/2002 y del RDL 5/2005**

Podemos observar como, dentro de una financiación de proyecto, las entidades financieras son una de las pieza clave que hacen los proyectos realidad. Pero, para ello, la SVP necesitará de la financiación de estas entidades. Una financiación que conllevarán la suscripción de ciertas obligaciones financieras por parte de la SVP, suponiendo el nacimiento de unos derechos de crédito a favor de las entidades financiadoras frente a la propietaria del proyecto. En consecuencia, dentro de las garantías que pueden tener lugar dentro de una financiación de proyecto, debemos

---

<sup>118</sup> “Los créditos nacerán pignorados incluso tras la declaración de concurso si antes de esta estaba ya constituida la relación jurídica fuente de los créditos futuros objeto de la prenda, con base en la expectativa de pignoración transmitida cuando el pignorante gozaba de la plena y libre disponibilidad patrimonial. En cambio, los créditos que nazcan de relaciones jurídicas pendientes de constituir antes de la declaración concursal se integrarán en la masa activa libres de cargas, aunque dichos contratos estuvieran contemplados ya al tiempo de pactarse la prenda.” Sobre el alcance de la resistencia de la prenda de créditos futuros al concurso ver NUÑEZ-LAGOS BURGUERA, A. y MARTÍNEZ RUIZ, L., *Práctica concursal sobre la prenda de créditos futuros*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, pp. 128 a 133, p. 130.

<sup>119</sup> STS de 10 octubre de 2011, Sala Primera, de lo Civil, Sentencia 664/2011, Rec. 1275/2008.

destacar el papel de las denominadas “garantías financieras”, encargadas, básicamente, de cubrir el pago de las obligaciones financieras suscritas por SVP (deudora) y, por tanto, este derecho de crédito de las entidades financiadoras. Es decir<sup>120</sup>, las garantías financieras son un tipo de garantías mobiliarias sobre instrumentos financieros<sup>121</sup> y de carácter real, ya sea mediante prenda o transmisión de la propiedad (en función de garantía), que nacieron para atender las necesidades de cobertura del mercado financiero dada la insuficiencia de las garantías tradicionales contempladas en nuestro Código Civil. Tienen su origen en la Directiva 47/2002<sup>122</sup> (modificada por la Directiva 47/2009), traspuesto su régimen especial<sup>123</sup> en el Capítulo II sobre acuerdos de compensación contractual y garantías financieras del Real Decreto Ley 5/2005<sup>124</sup>, que<sup>125</sup> (como opina la mayoría de la doctrina) se limita a transcribir en versión española la Directiva 47/2002 sin propósito alguno de conectarlo con el Derecho interno del momento. De esta manera, este RDL 5/2005 cubre una necesidad urgente desatendida respecto de las garantías de carácter financiero, al suponer la tipificación de una nueva categoría que se añade a las ya enumeradas en nuestro Código Civil.

Así, las garantías financieras se verán protegidas por el mencionado RDL 5/2005, pero siempre y cuando sean garantías constituidas bajo unas determinadas condiciones<sup>126</sup>: (i) que las obligaciones subyacentes, como puede ser un crédito sindicado en el caso de un *Project Finance*, constituyan operaciones “financieras”<sup>127</sup> (art. 3 RDL 5/2005); (ii) que por lo menos una de las partes de la operación sea una entidad de carácter financiero (los sujetos elegibles aparecen en el art. 4 RDL

---

<sup>120</sup> Como expone ZUNZUNEGUI, F., *Una aproximación a las garantías financieras (Comentarios al capítulo segundo del Real Decreto-Ley 5/2005)*, RDMF, diciembre, 2006, p. 2.

<sup>121</sup> Ya sean: activos financieros anotados en cuenta, dinero depositado en cuenta o *cash* (salvo monedas y billetes en euros), instrumentos financieros representados en cuenta, valores negociables y demás instrumentos establecidos en el art. 2 LMV. Respecto del objeto de la garantía financiera ver el art. 7 RDL 5/2005.

<sup>122</sup> Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía financiera.

<sup>123</sup> Simplificado y uniforme en la UE para la constitución, validez y eficacia de las garantías financieras, sin afectar a la certeza de las relaciones jurídicas, y para su tratamiento ante la apertura de procedimientos concursales, en palabras de ZUNZUNEGUI, F., *Una aproximación a las garantías financieras (Comentarios al capítulo segundo del Real Decreto-Ley 5/2005)*, RDMF, p. 2, ob. cit.

<sup>124</sup> Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

<sup>125</sup> Sobre las normas de las garantías financieras ver más en CARRASCO PERERA, A., *Tratado de derechos de garantía*, Cap. 34, Thomson-Reuters Proview, 2015.

<sup>126</sup> Como así entiende CARRASCO PERERA, A., en *Tratado de derechos de garantía*, Cap. 34, ob. cit.

<sup>127</sup> Entendiéndose obligaciones financieras, en virtud del art. 6.4 RDL 5/2005, como aquellas que dan derecho a entrega de instrumentos financieros o derecho a un pago en efectivo, como expone ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, p. 309, ob. cit.

5/2005); (iii) que el activo y objeto de la garantía sea un bien de “extrema liquidez”<sup>128</sup> (contemplado en el art. 7 RDL 5/2005), con el propósito último de evitar formalidades (más allá de las previstas en el extenso art. 8 RDL 5/2005) a la hora de constituir las garantías y de facilitar su ejecución mediante liquidación privada.

No obstante, debemos hacer mención a la relativamente criticable protección de estas garantías financieras (que caigan dentro del ámbito de aplicación del RDL 5/2005) en casos de apertura de procedimientos concursales, como puede observarse en el art. 15 RDL 5/2005. En este sentido<sup>129</sup>, se ha señalado que: *“En el régimen del RDL, las garantías financieras gozan de una resistencia concursal que impide que sean rescindidas en base a las reglas del Derecho común, siempre que la fecha del acuerdo de garantía financiera o de su aportación sea anterior<sup>130</sup> a la apertura del procedimiento concursal (art. 15.1 RDL), salvo que la administración concursal pruebe que se han realizado en fraude de acreedores (art. 15.5 RDL)<sup>131</sup>.”* Sin embargo, la problemática nace cuando la formalización de la garantía financiera (el “acuerdo de garantía financiera”) es previo a la apertura del procedimiento concursal, pero la “aportación” es posterior a este procedimiento. En este sentido, CARRASCO PERERA señala que no hay ningún pronunciamiento claro de ninguna de las normas (Directiva y RDL) pero que, en su opinión, es la “aportación de la garantía” el acto verdaderamente relevante y que producirá estos efectos jurídicos de los que el artículo 15 RDL 5/2005 trata frente a las declaraciones de concurso. En consecuencia, no se puede aportar la garantía posteriormente al concurso, aunque se haya formalizado el acuerdo con anterioridad al mismo<sup>132</sup>.

Vistos los criterios subjetivos y objetivos que el RDL 5/2005 exige, podemos afirmar que básicamente todas las operaciones de financiación de proyecto entrarían dentro del ámbito de este Real Decreto Ley 5/2005, viéndose así favorecidas por las ventajas (y, especialmente, en casos de declaración de concurso de la SVP) de este régimen especial, el cual no excluye otros regímenes

---

<sup>128</sup> “Bien un instrumento financiero del art. 2 LMV, bien un activo monetario o un crédito o depósito de un activo monetario”, expone CARRASCO PERERA, A., en *Tratado de derechos de garantía*, Cap. 34, ob. cit.

<sup>129</sup> LYCZKOWSKA, K., *La constitución, el objeto y las modalidades de las garantías financieras*, Tesis doctoral, Universidad de Castilla-La Mancha, 2013, p. 26.

<sup>130</sup> Hablamos de un periodo anterior al concurso de dos años, como establece el art. 71 LC.

<sup>131</sup> Art. 15.5 RDL 5/2005 coincidente con el art. 71 LC.

<sup>132</sup> Salvo lo contemplado en el art. 15.2 RDL 5/2005



de garantía siempre y cuando sean compatibles o se complementen<sup>133</sup>. Si bien, como sabemos, una de las premisas del *Project Finance* es que la rentabilidad que genere la SVP esté destinada a la amortización de la deuda. Para ello, lo normal es que se constituya una “prenda sobre créditos derivados de la actividad del proyecto”. En concreto, entre otras, prenda sobre las cuentas bancarias. Es decir, una garantía que a la vista de estos requisitos subjetivos y objetivos se calificaría de garantía financiera al amparo del RDL 5/2005, en virtud del cual, el beneficiario no sólo podría tener un derecho de disposición (art. 9) sobre estas cuentas, sino que también se vería protegido frente a otros acreedores (art. 15) al poder ejecutar esta garantía de forma separada a la a la declaración de concurso y de acuerdo con lo previsto en el RDL 5/2005 (art. 11).

En este sentido, debemos señalar la elegibilidad de este régimen especial, que se aplica no porque las partes constituyan una garantía como “financiera” sino que, en este aspecto, es suficiente con que se den las condiciones para entrar en el ámbito de aplicación del RDL 5/2005. Con estas condiciones de “elegibilidad” bastaría, sin que hiciese falta elegir el régimen o someterse de forma expresa al mismo en el acuerdo de garantía. Eso sí, en el supuesto de que no se cumpliesen estas condiciones elegibilidad, pero la garantía se sometiese a este régimen especial, ésta no será nula, *“porque en el RD Ley no existe una suerte de tipo negocial reservado bajo condiciones estrictas de elegibilidad. Simplemente, la garantía en cuestión no podrá, acaso, gozar de los privilegios, o de algunos, de que pretendía prevalerse, pero valdrá en lo demás como garantía mobiliaria de Derecho común.”*<sup>134</sup>. No obstante, las partes mediante pacto privado podrían acordar no aplicar el régimen especial del RDL 5/2005 y sí el régimen común de garantías, aunque la garantía constituida cumpliera las condiciones de elegibilidad. La no sujeción a este régimen especial supondrá<sup>135</sup>, en consecuencia, someter el pacto de garantía a lo que la Ley Concursal disponga, no gozando así de los beneficios que el RDL 5/2005 otorga en caso de declaración de concurso de la SVP (deudora) establecidos en su artículo 15.

---

<sup>133</sup> Como expone ANTÓN GERONA, J.J., en *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, ob. cit., pp. 314 y 318.

<sup>134</sup> Sobre la especialidad y tipo regulatorio de las garantías financieras consultar CARRASCO PERERA, A., en *Tratado de los derechos de garantía*, ob. cit., Cap. 34.

<sup>135</sup> Ver LYCZKOWSKA, K., *La constitución, el objeto y las modalidades de las garantías financieras*, ob. cit., p. 47.

En definitiva<sup>136</sup>, el RDL 5/2005 establece un régimen especial no excluyente (el régimen común es supletorio en unas ocasiones o acumulativo en otras) y elegible (pudiendo “renunciar” a este privilegiado régimen según la voluntad de las partes).

### **2.6.5.1. Formalidades de la garantía financiera, el problema del “control” y la STJUE (Sala Cuarta) de 10 de noviembre de 2016 (asunto C-156/15)**

Podríamos decir que el extenso artículo 8 RDL 5/2005<sup>137</sup> nos puede llevar a la confusión. Titulado este mismo artículo como “Formalidades” cuando en realidad uno de los aspectos que más caracteriza a las garantías financieras al amparo de este RDL 5/2005 es evitar las formalidades propias del régimen común a la hora de constituir una garantía, como podemos derivar del mismísimo art. 8.1 RDL 5/2005, más allá de la formalidad de constar por escrito (“o forma jurídicamente equivalentes” del art. 8.3<sup>138</sup>) los acuerdos de garantía (art. 8.1) y la aportación del activo objeto de garantía (art. 8.2). Pues bien, aunque este artículo se quiera llamar “Formalidades”, más bien se establecen normas para la válida constitución de la garantía, donde se ha de destacar del art. 8.2 a) RDL 5/2005: *“a) Se entenderá que una garantía ha sido válidamente aportada cuando el bien objeto de la garantía haya sido entregado, transmitido, registrado o acreditado de cualquier otro modo de forma que obre en poder o esté bajo el control del beneficiario o de la persona que actúe en su nombre. [...]”*. Así<sup>139</sup>, se entiende que, hasta la ejecución o cancelación de la garantía, el activo objeto de la cobertura pactada quedará bajo el control del beneficiario, ya sea un acreedor o tercero designado. Sin embargo, el concepto de control no ha sido definido ni por la Directiva 47/2002 ni por el RDL 5/2005. Además, el RDL 5/2005 confunde tanto la identificación del activo objeto de la garantía del art. 1.5 II de la Directiva

---

<sup>136</sup> Señala ANTON GERONA, J.J., en *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, p. 314, ob. cit.

<sup>137</sup> Sobre las formalidades de la garantía financiera ver LYCZKOWSKA, K., *La constitución, el objeto y las modalidades de las garantías financieras*, ob. cit., p. 92.

<sup>138</sup> Artículo 8.3 RDL 5/2005: *“El registro o anotación por medios electrónicos y en cualquier soporte duradero tendrá la consideración de forma jurídicamente equivalente a la constancia por escrito”*.

<sup>139</sup> Sobre el contenido de las garantías financieras ver ZUNZUNEGUI, F., *Una aproximación a las garantías financieras (Comentarios al capítulo segundo del Real Decreto-Ley 5/2005)*, RDMF, ob. cit., pp. 8 y 9.

47/2002<sup>140</sup> (que no trata tan siquiera el problema del control) como el requisito del control del art. 2.2 Directiva 47/2002 al tratar ambos en el mismo artículo art. 8.2 apartados a) y b) RDL 5/2005. Esto hecho crea confusión al entender que el “abono o constitución de un crédito en la cuenta principal” es suficiente tanto para la válida constitución (e identificación del objeto) de la garantía financiera, como para cumplir el requisito del control, cuando la Directiva 47/2002 los trata en artículos diferentes.

En este sentido, para hablar del control sobre garantías financieras procederemos a comentar brevemente la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea del 10 de noviembre de 2016 (SIA v. SwedBank, C-156/15)<sup>141</sup>, que trata concretamente el requisito del control y la resistencia concursal de prendas sobre cuentas corrientes. Particularmente, responde a las cuestiones prejudiciales planteadas por el Tribunal Supremo de Letonia, cuyo litigio se origina por la interposición de una demanda rescisoria del administrador concursal de SIA sobre un importe equivalente a 274 euros (en concreto, 192,30 lats) cobrado como “comisión de mantenimiento” (de la cuenta corriente de SIA) por SwedBank meses después de la apertura del procedimiento concursal. SwedBank es el banco en el que se hallaba la cuenta y acreedor pignoraticio de la misma, la cual fue pignorada en un período anterior a la apertura del procedimiento concursal. La STJUE SIA v. Swedbank aclara importantes cuestiones, pero, particularmente, nos centraremos en la segunda cuestión de la sentencia, que aclara el requisito y concepto de control, contemplado de forma ambigua tanto en la Directiva 47/2002 (art. 2.2) como en el RDL 5/2005 (art. 8.2 a)).

En virtud del artículo 2.2 de la Directiva 47/2002<sup>142</sup>, se considera elemento clave para determinar si el acuerdo de garantía cae dentro del ámbito de la Directiva el hecho de que la garantía “obre en poder o esté bajo el control” del beneficiario. Bajo esta condición, se podrá calificar la garantía

---

<sup>140</sup> Art 1.5 II Directiva 47/2002: “La prueba de la prestación de una garantía financiera deberá permitir la identificación de la garantía a que se refiere. Para ello, basta probar que la garantía financiera por anotación de valores ha sido abonada o constituye un crédito en la cuenta principal y que la garantía en efectivo se ha abonado o constituye un crédito en la cuenta designada al efecto. Por lo que respecta a los derechos de crédito, su inclusión en una lista de créditos presentada al beneficiario de la garantía por escrito o de forma jurídicamente equivalente bastará para identificar el derecho de crédito y para demostrar la aportación de este crédito como garantía financiera entre las partes.”

<sup>141</sup> Sobre el requisito de control de garantías financieras al amparo de la Directiva 47/2002 ver ESPAR BOHERA, O., *El requisito del control sobre las garantías financieras constituidas al amparo de la Directiva 2002/47/CE. La STJUE de 10 de noviembre de 2016 (Sia v Swedbank, C-156/15)*, Revista Comercio AJFV, junio, 2107, Núm. 2, p. 7.

<sup>142</sup> Ver Conclusiones del Abogado General del TJUE (Maciej Spuznar), <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=181931&pageIndex=0&doclang=ES&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=250040>

como “garantía financiera”. Si bien, el TJUE equipara esta condición de “estar bajo control” con “impedir al garante disponer de los fondos” al interpretar que del considerando 10 de la Directiva 47/2002 se pretende, a parte de la eficiencia en el mercado financiero al evitar los formalismos, la seguridad de las partes del acuerdo de garantía (y de terceros) en tanto en cuanto estas garantías financieras se presten “bajo alguna forma de desposesión” (considerando 40 STJUE) con el fin último de garantizar que el beneficiario pueda “efectivamente disponer de ella si se produce un acontecimiento de ejecución” (considerando 41 STJUE).

En este aspecto, debemos señalar que, a diferencia de la garantía de prenda tradicional, en las garantías financieras cabe la posibilidad de pactar que el mismo garante tenga un “derecho de sustitución” del bien objeto de la garantía. Es decir, el garante podrá hacer uso del bien, pero con la obligación de aportar un objeto cuyo valor sea igual al valor del bien inicial<sup>143</sup>. Un derecho que se verá inoperativo en casos de “dinero depositado en una cuenta bancaria” o *cash*, (como la garantía controvertida en el litigio SIA v. SwedBank) ya que no podemos considerar que el titular (garante) de la cuenta bancaria (donde se encuentran los fondos depositados en una cuenta dada en garantía) pueda disponer libremente de unos fondos que el beneficiario ha de tener bajo su “poder o control”. Por ello, el TJUE, como hemos visto, equipara “estar bajo control” con “impedir al garante disponer de los fondos”. Es decir, en supuestos de prenda de *cash* no se entenderá que el beneficiario tenga los fondos pignorados bajo control cuando el garante tenga la facultad de disponer de estos, como sería, por ejemplo, retirar efectivo de la cuenta bancaria en cuestión.

No obstante, en el litigio principal las partes negaron la existencia de una cláusula en el acuerdo de garantía que permitiese al beneficiario limitar o “bloquear” al garante de la facultad de disponer de estos fondos (considerando 52 del Abogado General del TJUE). Un hecho que, si se acreditase por el Tribunal Supremo de Letonia, conllevaría no considerar este acuerdo de garantía dentro del ámbito de la Directiva 47/2002. En este sentido, y a parte de lo mencionado, MACIEJ SPUZGAR (Abogado General del TJUE) considera<sup>144</sup>: “*que el artículo 2, apartado 2, de la Directiva 2002/47 debe interpretarse en el sentido de que la prestación de la garantía financiera en efectivo depositado en una cuenta bancaria implica la existencia de una cláusula contractual que conceda*

---

<sup>143</sup> Ver ZUNZUNEGUI, F., *Una aproximación a las garantías financieras (Comentarios al capítulo segundo del Real Decreto-Ley 5/2005)*, p. 10, ob. cit.

<sup>144</sup> Considerando 53 de las Conclusiones del Abogado General, presentadas el 21 de julio de 2016.

*al beneficiario de la garantía el derecho a limitar la utilización de los fondos depositados en dicha cuenta, en la medida que sea necesaria para garantizar las obligaciones principales.”*

Debemos señalar que este control como “alguna forma de desposesión que impida disponer” es sólo “requisito normativo” en las prendas de *cash*, mientras que, tanto para instrumentos financieros como para derechos de crédito, el control es un requisito que cumple una “*función de presupuesto fáctico necesario para el ejercicio de los derechos opcionales del régimen del RDL 5/2005*”<sup>145</sup>. Es decir, para las prendas de *cash* será necesario que el control prive efectivamente al garante de disponer de los fondos<sup>146</sup> mientras que en las demás garantías financieras no es más que un requisito (fáctico) para que pueda considerarse una garantía financiera al amparo del RDL 5/2005. Con relación a este “criterio de indisponibilidad”, en los casos de prenda sobre cuentas bancarias en un *Project Finance* se podrá entender que se satisface cuando la SVP (deudora) no pueda emplearlas para un uso distinto al que se perfija en el contrato de financiación correspondiente. Se podría entender que, de este modo, existe un “estricto mecanismo de indisponibilidad” y que, por tanto, cumplen con ese “requisito de desposesión del deudor”. Entendemos, así, que la “indisponibilidad” del deudor se cumplirá siempre y cuando se respete el destino de los fondos de la cuenta pignorada o el orden de pago, en caso de destinarse los fondos al pago de unos gastos con un orden de prioridad (*waterfall payments*)<sup>147</sup>.

Por ello, teniendo en cuenta lo mencionado respecto del control, y respecto de la protección de la que disfrutaban estas garantías al amparo de la Directiva frente a procedimientos concursales<sup>148</sup>, el TJUE finalmente declara que al beneficiario de una garantía de prenda de *cash*, únicamente se le conferirá el derecho a ejecutar esta garantía frente a terceros acreedores (con independencia de si se ha iniciado o no un procedimiento de insolvencia) si: por un lado, el *cash* fue abonado en la cuenta bancaria con anterioridad a la apertura del procedimiento concursal<sup>149</sup>; y si, por otro lado,

---

<sup>145</sup> LYCZKOWSKA, K., *La constitución, el objeto y las modalidades de las garantías financieras*, ob. cit., p. 146.

<sup>146</sup> “[...] o si este poder es libremente revocable por el beneficiario [...]”, que, según CARRASCO PERERA, además habrá de ser el propio depositario de la cuenta y los fondos pignorados, y, en caso de no serlo, será necesario un “acuerdo de control” entre acreedor beneficiario y depositario con en el que se obligue a pagar al acreedor.

<sup>147</sup> Ver DE OSMA, L., *Garantías financieras sobre cuentas corrientes y tratamiento en los supuestos de insolvencia del deudor (SENTENCIA DEL STJUE de 10 de noviembre de 2016)*, ob. cit. p. 111.

<sup>148</sup> En el caso del RDL 5/2005 la consecuencia de su art. 15 es la posibilidad que tiene la garantía financiera de poder ser ejecutada a favor del beneficiario independientemente de que se haya iniciado un procedimiento concursal, según lo previsto en el acuerdo de garantía y de conformidad con el RDL 5/2005.

<sup>149</sup> “o bien en la misma fecha de la apertura, en cuyo caso el banco debe haber demostrado que desconocía que se había incoado este procedimiento o que no podía razonablemente saberlo”, considerando 54, STJUE 10 noviembre de 2016, contemplado también en el artículo 15.2 RDL 5/2005.

el garante (y titular de la cuenta) tenía “prohibido disponer” de estos fondos tras su ingreso en la cuenta (la SAP de Barcelona del 3 de abril de 2014 matiza esta cuestión)

Podría decirse que, tras varios años desde la entrada en vigor de este RDL 5/2005, su rendimiento no ha sido el esperado<sup>150</sup>. Ni siquiera están claras todavía diversas cuestiones que esta norma plantea, ni ha habido un avance jurisprudencial al respecto para clarificar aspectos como: qué garantías se consideran como “financieras” o cuál es la delimitación de los sujetos elegibles (art. 4.1 RDL 5/2005). Muy poco se ha avanzado también con respecto al requisito de “control” del art. 8 RDL 5/2005, a excepción, a nivel interno, de la SAP de Barcelona del 3 de abril de 2014<sup>151</sup> (caso SPANAIR) que establece que “*para garantizar la efectividad del derecho real de prenda habrá que fijar un mínimo indisponible o incluir en el contrato mecanismos de indisponibilidad*”, considerando suficiente, en aras de cumplir con el requisito del control del art. 8.2 a) RDL 5/2005, un acuerdo entre las partes que permita al garante disponer de los fondos siempre y cuando “no incurra en un supuesto de incumplimiento bajo el contrato de crédito correspondiente, en cuyo caso no podrá disponer del dinero depositado sin el previo consentimiento escrito del banco”<sup>152</sup>.

A diferencia de la SAP de Barcelona, la Sentencia de la Corte Superior de Justicia de Inglaterra y Gales del 7 de mayo de 2010<sup>153</sup> (caso GRAY) declara lo contrario, es decir, que el requisito de control no se cumplía en casos en los que el garante pudiese disponer de los fondos mientras no incumpliese sus obligaciones “para con el banco depositario (y beneficiario de la garantía constituida)”<sup>154</sup>, de tal manera que, hasta que no tuviese lugar un incumplimiento, el garante disponía libremente de los fondos. Este mismo Tribunal, en la sentencia del 2 de noviembre de 2012 (caso Lehman), el tribunal sí considera que hay un control sobre los fondos porque tiene la facultad, en caso de considerar que el garante no tiene la capacidad suficiente para cubrir las deudas, de retener los fondos depositados. Y en la STJUE 10 de noviembre de 2016, bajo una

---

<sup>150</sup> Sobre el desarrollo judicial del régimen especial del RDL 5/2005 ver CARRASCO PERERA, A., en *Tratado de los derechos de garantía*, ob. cit., Cap. 34.

<sup>151</sup> Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, Sección 15.ª, núm. 116/2014 de 3 de abril de 2014, Rec. 491/2013.

<sup>152</sup> Ver DE OSMA, L., *Garantías financieras sobre cuentas corrientes y tratamiento en los supuestos de insolvencia del deudor (SENTENCIA DEL STJUE de 10 de noviembre de 2016)*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, ob. cit., p. 110. [https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5326/documento/foro\\_u02.pdf?id=6976](https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5326/documento/foro_u02.pdf?id=6976)

<sup>153</sup> Sentencia del caso Gray, de la Corte Superior de Justicia de Inglaterra y Gales. [http://www.bailii.org/cgibin/format.cgi?doc=/ew/cases/EWHC/Ch/2010/1772.html&query=\(EWHC\)+AND+\(1772\)](http://www.bailii.org/cgibin/format.cgi?doc=/ew/cases/EWHC/Ch/2010/1772.html&query=(EWHC)+AND+(1772))

<sup>154</sup> DE OSMA, L., *Garantías financieras sobre cuentas corrientes y tratamiento en los supuestos de insolvencia del deudor (SENTENCIA DEL STJUE de 10 de noviembre de 2016)*, ob. cit., p. 110.

connotación negativa del término “control”, el tribunal entiende que bajo ninguna circunstancia el garante puede disponer de los fondos y, si es así, no se cumplirá el requisito de control del beneficiario. En el litigio principal, el acuerdo de garantía no comprendía ninguna cláusula que prohibiera disponer al garante del *cash*, entendiéndose así que SwedBank (acreedor) no podía verse beneficiado por el régimen especial de este tipo de garantías.

En conclusión, el requisito de control es un concepto esencial de las garantías financieras al amparo de la Directiva 47/2002 y del RDL 5/2005, que determinará la aplicación o no del régimen especial que estas normas establecen, afectando, en consecuencia, al tratamiento de las garantías, a los derechos de las partes, y a la protección y efectos frente a una declaración de insolvencia. Este difícil concepto se habrá de estudiar en cada caso y en cada garantía con el fin de determinar si se está o no cumpliendo.

### 3. CONCLUSIONES

**PRIMERA.** La estructura de la financiación de proyectos constituye un tipo de operación de gran relevancia dentro del mercado, que incentiva, particularmente, la participación del sector privado en el desarrollo de proyectos de iniciativa pública. Éste no es el único modelo de *Project Finance*, pero sí el más común. Permite que el mercado sea competitivo, favorece al desarrollo social-económico de los Estados y a su adecuación a los nuevos mercados emergentes mediante la construcción y explotación de los activos correspondientes, así como supone también una minoración del gasto de las arcas públicas para la construcción de grandes infraestructuras al servicio de la sociedad.

El *Project Finance*, en su conjunto, requiere de la perfecta coordinación de cada una de las necesidades de las partes intervinientes mediante el profundo estudio y trabajo de los asesores, reflejada, ésta coordinación, en un complejo entramado contractual de lo más diverso. De la identificación y análisis de los riesgos a los que el proyecto se expone, así como de su distribución y gestión asumida por la cada una de las partes que mejor los conozca, dependerá esencialmente el éxito o no del proyecto.

Particularmente, serán las entidades financiadoras las más interesadas en que el proyecto sea potencialmente de lo más exitoso, debido a su *non-recourse* o *limited recourse* al patrimonio de los “sponsors”. Dependerán, esencialmente, del activo del proyecto y de su capacidad para generar la rentabilidad suficiente que sostenga al proyecto y, a su vez, amortice la financiación otorgada.

Una financiación que será otorgada siempre y cuando se preste un sólido paquete de garantías para el aseguramiento y minoración de los riesgos inherentes, enemigos del proyecto. A la vista de las características de las operaciones de una financiación de proyecto, las garantías otorgadas a las entidades financiadoras entran dentro del ámbito de las “privilegiadas” garantías financieras al amparo de la Directiva 47/2002 y del RDL 5/2005.

**SEGUNDA.** Las “garantías financieras” al amparo de la Directiva 47/2002 y, en consecuencia, del RDL 5/2005, suponen una razón más para las entidades financiadoras a la hora de financiar el proyecto dada la especial protección de la que gozan y de privilegios como el derecho de disposición en favor del garantizado. El régimen especial establecido en estas normas, criticable y ambiguo en cierto sentido, permite a las entidades financiadoras ejecutar las garantías en casos de incumplimiento de la obligación, con independencia de que se haya iniciado un procedimiento concursal. Siempre y cuando se ejecute conforme al acuerdo de garantía suscrito y a lo establecido en el RDL 5/2005, las entidades financiadoras tendrán prioridad frente a acreedores concursales para ejecutar la garantía “financiera” constituida.

**TERCERA.** La relativa ambigüedad de la Directiva 47/2002, y de su traducción literal sin ánimo de conectarla con nuestro Derecho de garantías interno por parte del RDL 5/2005, abren el debate doctrinal respecto de determinadas cuestiones sobre las que muy poco se ha avanzado jurisprudencialmente tanto a nivel interno como a nivel externo, a excepción de casos como la SAP de Barcelona del 3 de abril de 2014 (caso SPANAIR) y la STJUE del 10 de noviembre de 2016 (caso SIA v. SwedBank), siendo sin lugar a duda Estados Unidos e Inglaterra las legislaciones más avanzadas en materia de garantías financieras.

Particularmente, uno de los debates más destacables se centra en el concepto del “control” respecto de las garantías en *cash* o dinero depositado en cuenta bancaria, pignorada por la entidad financiera. Su importancia se debe a la fuerte influencia que ejerce el concepto de control a la hora de considerar o no la garantía constituida como “garantía financiera” en términos del RDL 5/2005. A diferencia de otras garantías financieras, el requisito del control en las garantías dadas en *cash*



es imperativo. Debido a la indeterminación de su definición en esta norma, es imprescindible acudir a la escasa jurisprudencia para completarla.

Concretamente, la STJUE de 10 de noviembre de 2016 equipara, en los casos de garantías en *cash*, el requisito de control como una “forma de desposesión” que suponga prohibir al garante de disponer de los fondos depositados, entendiendo que no se cumple este requisito: si al garante se le permite al mismo tiempo disponer de alguna forma de estos fondos; y, si no existe ninguna cláusula (de control) al respecto en el acuerdo de garantía suscrito. Este requisito de control de las garantías en *cash* ha de ser estrictamente respetado en aras de cumplir con uno de los objetivos esenciales de la Directiva 47/2002, el de fomentar la rapidez y flexibilidad de los procedimientos de ejecución de las garantías financieras, cuya presencia en un *Project Finance* es prácticamente obligatoria.

Sin embargo, podríamos decir que el estricto cumplimiento del requisito de control tal y como lo entiende el TJUE puede ser incluso perjudicial para la actividad y la vida del proyecto a largo plazo. Imponer un excesivo control sobre los fondos de una cuenta bancaria (pignorada por el beneficiario) cuyo destino sea, por ejemplo, el pago a los diferentes acreedores del proyecto mediante una cascada de pagos (los llamados *waterfall payments*), podría suponer el bloqueo para disponer de este *cash* (por parte del garante) a la hora de pagar a estos acreedores. Es cierto que a corto plazo el beneficiario de la prenda tendría el pleno control sobre los fondos depositados, pero a largo plazo no tener el garante la capacidad de disponer de los fondos supone también un detrimento en el desarrollo normal de la actividad del proyecto y, en consecuencia, la falta de la rentabilidad necesaria tanto para sostener el proyecto como para la amortización de la financiación.

En definitiva, ni la plena disposición por parte del garante ni el excesivo control del beneficiario sobre estos fondos es recomendable. Ya que, por una razón, no se entendería como una “garantía financiera” en términos del RDL 5/2005 y, por otra razón, el normal desarrollo del proyecto se vería truncado y, por tanto, la devolución de la financiación. Por ello, cierta flexibilidad será necesaria a la hora de ejercer este control sobre el efectivo depositado en cuenta, pero sin dejar de cumplir este requisito. Cabe señalar el considerando 51 del Abogado General sobre la sentencia, donde entiende que, en casos de garantía prestada en efectivo y depositada en una cuenta, estar bajo su control implica dos cosas: por un lado, que el beneficiario disponga de un “control práctico” sobre la cuenta objeto de prenda; y, por otro, que tenga el derecho a impedir al garante

disponer de los fondos (“*impedir la retirada de efectivo por parte del garante*”) “en la medida que sea necesaria para garantizar las obligaciones principales”. De esta interpretación, se podría entender que cierta flexibilidad en el ejercicio de este control se permitiría (“control práctico”), siempre y cuando se pueda bloquear en cualquier momento la facultad de disponer del garante sobre estos fondos para asegurar que cumpla con las distintas obligaciones.

Lamentablemente tanto la Directiva 47/2002 como el RDL 5/2005 pecan de ambigüedad a la hora de establecer este requisito del control al no establecer en qué casos se cumple y en cuáles no. Un hecho que, junto con el poco avance jurisprudencial al respecto, hace muy difícil determinar la línea de delimitación de este requisito. Habrá, por tanto, que estar a las circunstancias concretas de cada caso para determinar si verdaderamente se cumple, con el propósito último de saber si es aplicable o no el régimen especial y la resistencia concursal en favor del beneficiario de estas “garantías financieras”.

\

#### 4. BIBLIOGRAFÍA

- Obras doctrinales (libros, artículos)

ANTÓN GERONA, J.J., *La financiación de proyectos de régimen concesional ante el concurso de acreedores*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 2017.

CARNERO PRIETO, D., *Project Finance*, en SAAVEDRA ORTIZ, J. J. / SERRANO ACITORES, A. (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Sabadell (Barcelona), 2011.

CARRASCO PERERA, A., *Tratado de derechos de garantía*, Aranzadi, 2002.

CARRASCO PERERA, A., *Tratado de los Derechos de Garantía*, 3ª ed., Thomson-Reuters Proview enero 2015.

CASANOVAS, T., *Financiación internacional con project finance*, Revista de Contabilidad y Dirección, Vol. 26, 2018, pp. 115-127. Ver en: <https://accid.org/wp-content/uploads/2018/12/06-RCD-26-Financiaci%C3%B3n-internacional.pdf> (última consulta 18/03/2019)

DE CÁRDENAS SMITH, C. y ARLABÁN GABEIRAS, B., *Los esquemas de garantía en una financiación sindicada*, en MANZANARES SECADES, A. (coord.) y otros, *Estudios sobre Financiaciones Sindicadas*, Aranzadi, 2017.

DE MUNS YNZENGA, A., *Préstamos y créditos sindicados* en SAAVEDRA ORTIZ, J. J. / SERRANO ACITORES, A. (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Sabadell (Barcelona), 2011.

DEWAR, J., y IRWIN, O. *The International Comparative Legal Guide to: Project Finance 2015. Why the World Needs Project Finance (and Project Finance Lawyers...)*, Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP, London, 2015. Ver en: <https://www.milbank.com/images/content/2/0/v11/20090/PF15-Chapter-1-Milbank.pdf> (última consulta 7/03/2019)

DEWAR, J., *International Project Finance*, Oxford University Press, New York, 2011.

DOMÍNGUEZ PÉREZ, E.M., *Problemática de las cartas de patrocinio. Comentarios a algunos recientes pronunciamientos jurisprudenciales*, RCDI, núm. 694, marzo - abril 2006. Ver en: <https://libros-revistas-derecho.vlex.es/vid/cartas-patrocinio-pronunciamientos-329760> (última consulta 22/03/2019)

ESPAR BOHERA, O., *El requisito del control sobre las garantías financieras constituidas al amparo de la Directiva 2002/47/CE. La STJUE de 10 de noviembre de 2016 (Sia v Swedbank, C-156/15)*, Revista Comercio AJFV, Núm. 2, junio, 2017. Ver en: <http://www.ajfv.es/wp-content/uploads/2017/06/REVISTA-COMERCIO-JUN-17.pdf> (última consulta 5/04/2019)

LYCZKOWSKA, K., *La constitución, el objeto y las modalidades de las garantías financieras*, Tesis doctoral, Universidad de Castilla-La Mancha, 2013.

MANRIQUE NAVAS, A. y VELÁZQUEZ PRADO, I., *Financiación de Proyectos*, en SOLS RODRÍGUEZ-CANDELA, A., FERNÁNDEZ FERÁNDEZ, I. y ROMERO YACOBI, J., *Gestión integral de proyectos*, Universidad Pontificia Comillas, 2013.

MARTÍN BAUMEISTER, B., *La configuración de paquetes de garantías en distintas modalidades de financiación sindicada, en particular, en financiaciones corporativas, de adquisición, de proyecto y de sale and lease back. (Security Packages Typically Associated to Syndicated Loan Agreements)*, 2013, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2486496> (última consulta 22/03/2019)

MARTÍN BAUMEISTER, B., *Taxonomía del Contrato de Financiación Sindicada (Taxonomy of Syndicated Loan Agreements)*, January 6, 2014. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2486494> (última consulta 22/03/2019)

MASCAREÑAS, J. y JULIÁN, R., *La financiación de proyectos (Project Finance)*, Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas, 2014, Ver en: <http://ssrn.com/abstract=2407394>. (última consulta 18/03/2019)

MÍNGUEZ, R. y SANTIAGO, P., *El contrato de apoyo de los socios en financiaciones de proyecto: análisis de la figura y su evolución en un contexto de crisis crediticia*, LA LEY 16509/2012, 2012. Ver en:

<file:///C:/Users/Carlos%20Fierro/Downloads/El%20contrato%20de%20apoyo%20de%20los%20socios%20en%20financiacion...pdf> (última consulta 22/03/2019)

DE OSMA, L., *Garantías financieras sobre cuentas corrientes y tratamiento en los supuestos de insolvencia del deudor (SENTENCIA DEL STJUE de 10 de noviembre de 2016)*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, ISSN: 2174-0828, 45-2017, 2017, pp. 108 a 111, [https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5326/documento/foro\\_u02.pdf?id=6976](https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5326/documento/foro_u02.pdf?id=6976) (última consulta 5/04/2019)

NOYA DE LA PIEDRA, I. y DE LOS HEROS ECHECOPAR, J.C., en *Para entender el Project Finance*, THEMIS 54, Revista de Derecho, 2007. Ver en: <file:///C:/Users/Carlos%20Fierro/Downloads/Dialnet-ParaEntenderElProjectFinance-5110685.pdf> (última consulta 18/03/2019)

ROMERO MATUTE, B., *El concurso de acreedores y las cesiones de créditos*, Thomson-Civitas, Madrid, 2005.

SAAVEDRA ORTIZ, J. J. / SERRANO ACITORES, A. (coords.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Sabadell (Barcelona), 2011.

SOLS RODRÍGUEZ-CANDELA, A., FERNÁNDEZ FERÁNDEZ, I. y ROMERO YACOBI, J., *Gestión integral de proyectos*, Universidad Pontificia de Comillas, 2013.

ZUNZUNEGUI, F., *Una aproximación a las garantías financieras (Comentarios al capítulo segundo del Real Decreto-Ley 5/2005)*, RDMF, diciembre, 2006. Ver en: <https://rdmf.files.wordpress.com/2006/12/una-aproximacion-a-las-garantias-financieras.pdf> (última consulta 22/03/2019)

ZUÑIGA ALEMÁN, L., *Project finance de proyectos de infraestructura*, THEMIS – Revista de Derecho 62, 2012. Ver en: <file:///C:/Users/Carlos%20Fierro/Downloads/Dialnet-ProjectFinanceDeProyectosDeInfraestructura-5110740.pdf> (última consulta 18/03/2019)

- Legislación

Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía financiera

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (DT4ª)

Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público (DF 5ª)

Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

Decreto de 8 de febrero de 1946 por el que se aprueba la nueva redacción oficial de la Ley Hipotecaria.

- Jurisprudencia

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 10 de noviembre de 2016, Sala Cuarta (Sia v. Swedbank, C-156/15)

Sentencia del Tribunal Supremo de 26 septiembre de 2002, Sala Primera de lo Civil, Sentencia 875/2002.

Sentencia del Tribunal Supremo del 18 de marzo de 2018, Sala de lo Civil, Sentencia 1211/2016.

Sentencia del Tribunal Supremo de 10 octubre de 2011, Sala Primera, de lo Civil, Sentencia 664/2011, Rec. 1275/2008.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, Sección 15.ª, núm. 116/2014 de 3 de abril de 2014, Rec. 491/2013.

Sentencia de la Corte Superior de Justicia de Inglaterra y Gales del 7 de mayo de 2010 (GRAY & ORS- and - G-T-P GROUP LTD RE F2G REALISATIONS LIMITED (IN LIQUIDATION, Case No:GLC210/09)) [http://www.bailii.org/cgibin/format.cgi?doc=/ew/cases/EWHC/Ch/2010/1772.html&query=\(EWHC\)+AND+\(1772\)](http://www.bailii.org/cgibin/format.cgi?doc=/ew/cases/EWHC/Ch/2010/1772.html&query=(EWHC)+AND+(1772))

Sentencia de la Corte Superior de Justicia de Inglaterra y Gales del 2 de noviembre de 2012 (caso Lehman Brothers International (Europe) (in administration) [2012] EWHC 2997 (Ch)) <https://www.pwc.co.uk/assets/pdf/approved-lehmans-brothers-circulation-021112.pdf>

Conclusiones del Abogado General del TJUE (Maciej Spuznar), <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=181931&pageIndex=0&doclang=ES&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=250040> (última consulta 5/04/2019)