

Presentación Organizada por el Banco Interamericano de Desarrollo, bajo su programa PIAPPEM



Project Finance: Principios y Aplicaciones

Ixtapan de la Sal, 25 de Septiembre de 2009

¿Qué es Project Finance?

Definición:

“Una transacción *Project Finance* es un financiamiento para un proyecto en el cual los acreedores tienen como principal o única fuente de pago el flujo de caja futuro que generará dicho proyecto”.

También se le conoce como financiamiento “Sin Recurso” o “Con Recurso Limitado” al Patrocinador o *Project Sponsor*, pues persigue que no existan o existan limitadas obligaciones de pago del Patrocinador respecto de la deuda del proyecto.

Su aplicación no es factible en cualquier tipo de proyecto, pues es necesario que se trate de un sector regulado (agua, infraestructura, transporte, electricidad, etc.) o bien de un proyecto productor de recursos naturales, que cuente con un amplio mercado (cobre, petróleo, gas, etc.) o con compradores comprometidos bajo contratos de largo plazo.

Por ejemplo, *Project Finance* no es aplicable a proyectos inmobiliarios o a proyectos industriales que estén afectos a riesgos de mercado difíciles de mitigar.

Principales Características

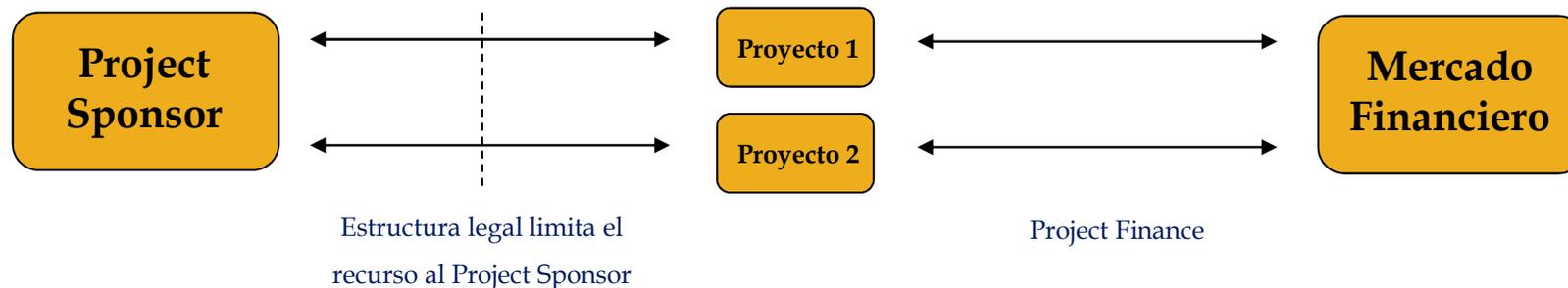
- ✓ La fuente de pago de la deuda son los flujos futuros del proyecto: Por esta razón, los acreedores toman extremo cuidado en analizar y mitigar el riesgo de que estos flujos futuros no sean suficientes para el pago de la deuda;
- ✓ Por lo anterior, su aplicación se limita a sectores regulados o monopólicos, donde existe más certeza respecto de los flujos futuros o a sectores de recursos naturales que poseen un mercado muy amplio y líquido, lo cual también mitiga el riesgo de los flujos futuros;
- ✓ Por lo general se trata de un activo (infraestructura o planta) que se debe construir y operar en el tiempo para generar los flujos futuros esperados. Esto introduce riesgos de construcción y operación que hay que analizar y mitigar;
- ✓ Al tratarse de sectores regulados o de alianzas público privadas, se presenta también el riesgo regulatorio, puesto que existe una contraparte del sector público que podría cambiar las reglas o decidir, en un caso extremo, expropiar el proyecto.

Principales Características

Desde 1990 en adelante, el crecimiento de este tipo de financiamientos se incrementó notablemente en los países desarrollados y luego en las economías emergentes, entre estas México, debido a:

- ✓ Las enormes necesidades de infraestructura (carreteras, agua, etc..)
- ✓ El surgimiento de las asociaciones público privadas, y
- ✓ Las necesidades de fuentes alternativas de energía, entre otras.

La gran ventaja de este tipo de financiamiento para el Patrocinador Privado, versus el financiamiento corporativo tradicional, radica en que la deuda contraída por el proyecto no es considerada deuda corporativa del Patrocinador, lo cual permite a este implementar diversos proyectos sin copar su capacidad de endeudamiento. Por esta ventaja los Patrocinadores están dispuestos a pagar una tasa más alta y a incurrir en un proceso de financiamiento más complejo, largo y costoso.



Principales Principios de Project Finance

Principio 1: Mejora crediticia del proyecto

Uno de los principios del *Project Finance* es que mediante la estructuración legal y financiera se logre obtener un menor riesgo que el riesgo del “proyecto puro”, durante toda la vida del proyecto.

Con la estructura financiera y legal se pretende asegurar que el flujo de caja que genera el proyecto, bajo supuestos conservadores, sea capaz de pagar la deuda, incluso bajo escenarios de stress, y proveer al proyecto de protecciones adicionales frente a los principales riesgos (construcción, operación y terminación anticipada, entre otros).

Para ello, se programa el servicio de la deuda sustancialmente por debajo del nivel de ingresos, se mantienen cuentas de reserva, se establecen requisitos de prepago con una parte de los ingresos remanentes y otras protecciones que permiten dar tranquilidad a los acreedores aun en casos de caídas importantes en el nivel de ingresos o en caso de retrasos o sobrecostos en la construcción y operación.

Principales Principios de Project Finance

Principio 1: Mejora crediticia del proyecto

Existen algunas características conocidas que permiten disminuir el nivel de riesgo de los proyectos, entre las cuales destacamos las siguientes:

- ✓ Que exista un largo historial de ingresos,
- ✓ Que el servicio sea esencial o muy demandado (ejemplo: carretera, agua potable),
- ✓ Que existan posibilidades limitadas de competencia,
- ✓ Que proyecciones de ingresos moderadas sean suficientes para obtener una adecuada fortaleza financiera,
- ✓ Que exista un entorno legal y regulatorio favorable,
- ✓ Que existan posibilidades de subir tarifas en caso específicos,
- ✓ Que el Operador tenga una vasta experiencia,
- ✓ Bajas posibilidades de intervención de los gobiernos,
- ✓ Inversiones adicionales manejables.

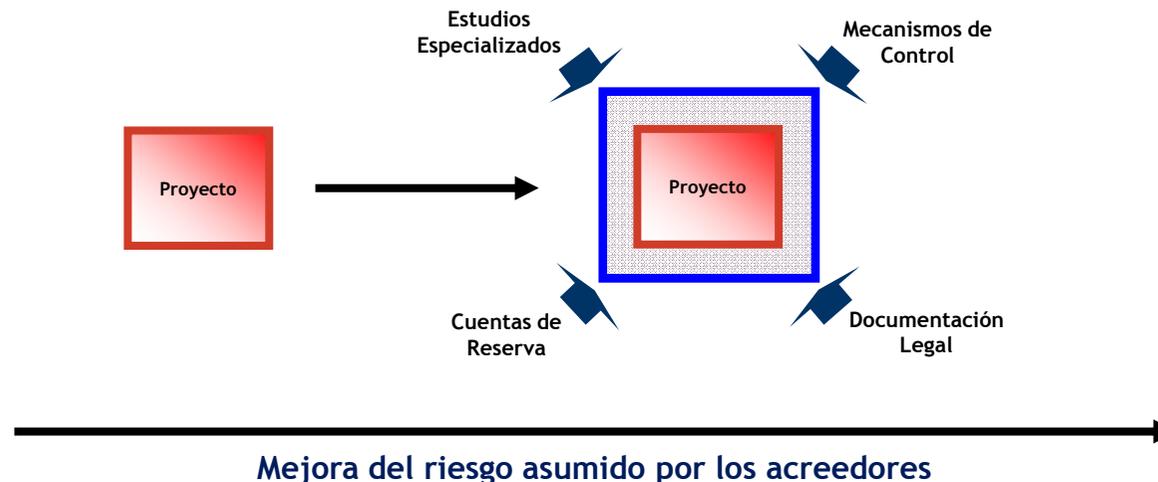
Por ejemplo, el caso de una autopista de cuota nueva tiene un mayor riesgo que una autopista que ya tenga varios años de funcionamiento y se cuente con historia de tráfico y estacionalidad. La autopista nueva requerirá de la implementación de mayores protecciones para los acreedores y difícilmente podrá acceder al financiamiento bursátil, mientras que la ampliación de una autopista existente sí podría beneficiarse de la mayor eficiencia, menor costo y mayor apalancamiento disponibles en el mercado bursátil.

Principales Principios de Project Finance

Principio 1: Mejora crediticia del proyecto

Como se trata de estructurar un financiamiento de muy largo plazo y con un bajo nivel de riesgo, que sea atractivo para los acreedores, es recomendable obtener una o dos calificaciones crediticias de la Transacción. Las agencias calificadoras analizan en forma detallada el proyecto en cada una de sus partes principales: Riesgos de construcción, posición competitiva, protecciones legales y fortaleza financiera.

Para lograr la mejora crediticia deseada, el proyecto debe pasar por un exhaustivo proceso de estructuración legal y financiera:



Principales Principios de Project Finance

Principio 1: Mejora crediticia del proyecto

I. Estudios Especializados (Due Diligence):

Puesto que la principal (o única) fuente de pago para la deuda serán los flujos del mismo proyecto, los financistas toman extremo cuidado en la revisión de los antecedentes para su evaluación y aprobación de crédito, y para determinar elementos relevantes de riesgo a cubrir con la estructura financiera y legal.

Algunos de los estudios encargados a especialistas independientes, según el tipo de proyecto, son los siguientes:

- ✓ Análisis de costos y cronograma de construcción (factibilidad técnica, riesgos de desviaciones, capacidad del constructor, etc);
- ✓ Análisis de costos de operación y mantenimiento rutinario y mayor;
- ✓ Análisis de parámetros de eficiencia, definición de test de término de obra, etc;
- ✓ Auditoría de flujos históricos (si los hay) y determinación de causales para proyección;
- ✓ Proyección de demanda (estudios de tarifas, volumen, estudios de mercado, proyecciones socioeconómicas, etc);
- ✓ Estudio de seguros comprometidos (coberturas, exclusiones, riesgo del asegurador, etc);
- ✓ Auditoría del modelo financiero (operatividad matemática, consistencia de supuestos / datos de entrada vs. resultados de los demás estudios, consistencia con la documentación legal) .

Principales Principios de Project Finance

Principio 1: Mejora crediticia del proyecto

II. Mecanismos de Control:

El pago de la deuda dependerá de los flujos futuros que genere el proyecto, por lo tanto, es necesario dotar a la estructura de diversos mecanismos que permitan controlar estos flujos para que sean destinados prioritariamente al pago de la deuda y solamente cuando el proyecto se desempeñe según las proyecciones, permitir que el Patrocinador obtenga dividendos o distribuciones del proyecto.

Algunos de los mecanismos más utilizados son los siguientes:

- ✓ Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSD): Permite asegurar liquidez, procurando que exista un “colchón de seguridad” entre las proyecciones de flujos futuros y el servicio de la deuda, de tal forma que el proyecto sea capaz de servir su deuda incluso bajo escenarios futuros de menores ingresos a los proyectados;
- ✓ Ratio de la Deuda Total: Permite asegurar solvencia en el largo plazo, procurando que el valor presente de los flujos futuros sea sustancialmente superior al valor total de deuda en cada momento;
- ✓ Restricciones al reparto de dividendos o excedentes: Permite “atrapar” flujos en el proyecto y crear reservas adicionales de caja en caso que los flujos reales estén siendo inferiores a lo proyectado, con los recursos que, de otra forma, se hubiesen repartido al Patrocinador;
- ✓ Otros: Incluye índices de eficiencia, calidad y productividad que permitan medir constantemente el desempeño del operador del proyecto y en su caso reemplazarlo si el desempeño es deficiente.

Principales Principios de Project Finance

Principio 1: Mejora crediticia del proyecto

III. Cuentas de Reserva:

Es posible que el proyecto pase por períodos de iliquidez, pero que siga manteniendo una solidez financiera en el largo plazo. Para prever estas situaciones, es necesario constituir cuentas de reserva con dinero en efectivo (o inversiones líquidas) que permitan hacer frente a eventuales faltantes temporales de caja, evitando que se produzca un impago en la deuda. Normalmente estas reservas se constituyen con el mismo financiamiento obtenido y/o con ingresos del proyecto en el tiempo.

Algunas de las principales cuentas de reserva utilizadas son las siguientes:

- ✓ Cuenta de Reserva para el Servicio de la Deuda (CRSD): Dependiendo del proyecto, sector, tipo de financista y nivel de riesgo que se desee alcanzar, es un depósito retenido que alcanza un nivel que se mide en “meses de servicio de deuda” (principal e intereses). De esta cuenta se pueda girar inmediatamente en caso que los flujos del proyecto no sean suficientes para servir la deuda. Normalmente se fondea al inicio con el mismo financiamiento;
- ✓ Cuenta de Reserva para Gastos de Operación y Mantenimiento: Busca dejar reservada una cierta cantidad de dinero para hacer frente a pagos al operador y gastos de mantenimiento, de tal forma que el proyecto siga operando con normalidad durante períodos de iliquidez;
- ✓ Cuenta de Reserva para Mantenimiento Mayor e Inversiones de Capital: Puesto que se trata de montos mayores que se producen cada cierto tiempo y que normalmente no pueden financiarse con los flujos de caja de un período en particular, es necesario establecer una o más cuenta de “acumulación” de recursos, para que en cada período se reserve una porción del monto necesario para llevar a cabo una inversión futura.

Principales Principios de Project Finance

Principio 1: Mejora crediticia del proyecto

IV. Documentación Legal:

Las actividades anteriores representan la base para estructurar el riesgo proyecto, mismo que debe materializarse en diversos contratos que aseguren a las partes que se cumplan y mantengan los términos pactados.

Algunos de los principales contratos involucrados son los siguientes:

- ✓ Contrato de Crédito o de Emisión: Permite pactar las características del financiamiento (tasa, plazo, prepago, causales de incumplimiento, etc). Representa en detalle las obligaciones adquiridas por el deudor para con el acreedor;
- ✓ Contrato de Garantías: Permite perfeccionar las garantías y pactar el manejo de los flujos de caja (cascada de pagos); el fondeo y liberación de las cuentas de reserva, las condiciones para la distribución de dividendos o excedentes al Patrocinador; las causales y procedimientos de ejecución de las garantías, etc;
- ✓ Contrato de Apoyo del Patrocinador: Regula todas las situaciones bajo las cuales el Patrocinador debe realizar contribuciones adicionales de capital al proyecto o pagar indemnizaciones por actos u omisiones perjudiciales hacia el mismo, y las representaciones que hace el Patrocinador respecto de los antecedentes del proyecto y de si mismo, entre otros aspectos. Las condiciones de este contrato marcan la medida del recurso que tendrán los acreedores hacia el Patrocinador. Es frecuente que se establezcan cláusulas que permitan que el nivel de recurso sea sólo temporal, por ejemplo, hasta completar la construcción y puesta en marcha del proyecto.
- ✓ Contratos de Contratistas Principales: Contrato de Construcción (EPC), Contrato de Abastecimiento de Equipos y Contrato de Operación y Mantenimiento son los principales que se utilizan en un proyecto para regular los términos y condiciones bajo los cuales, terceros distintos del Patrocinador llevarán a cabo funciones fundamentales del proyecto.

Principales Principios de Project Finance

Principio 2: Deuda Sin Recurso o con Recurso Limitado al Patrocinador

Para todos aquellos riesgos del proyecto que no sea posible mitigar satisfactoriamente a través de la estructura financiera, es necesario dotar al proyecto de “apoyo externo”, normalmente proveniente del Patrocinador y/o de los Contratistas Principales involucrados.

Un principio fundamental de *Project Finance* consiste en limitar el apoyo del Patrocinador al mínimo necesario, estando en un extremo aquellos proyectos que no cuentan con apoyo del Patrocinador, en cuyo caso la deuda del proyecto no es deuda del Patrocinador y, en el otro, aquellos que cuentan con apoyo completo / aval del Patrocinador, en cuyo caso la deuda es 100% deuda contingente o indirecta del Patrocinador.

Dependiendo del tipo de proyecto, sector y tipo de financista, algunas de las formas de apoyo mínimo involucradas son las siguientes:

- ✓ Solventar sobrecostos y efectos de retrasos en la construcción que no sean cubiertos por el Constructor;
- ✓ Garantizar que se complete la obra (*Completion Guarantee*);
- ✓ Solventar sobrecostos de operación y mantenimiento que no sean cubiertos por el Operador;
- ✓ Solventar el costo de una pérdida de concesión por causas atribuibles al Patrocinador.

Principales Principios de Project Finance

Principio 3: Soporte externo de terceros distintos al Patrocinador

Cuando la estructura legal y financiera más el soporte del Patrocinador y de los Contratistas aún no es suficiente para acceder a un nivel de riesgo aceptable para los acreedores, resulta necesario y/o recomendable para el proyecto considerar la contratación una Garantía Parcial de Crédito (GPC).

La GPC es otorgada a favor de los acreedores por la Banca de Desarrollo o Multilateral, entidades calificadas en “AAA” y a través de ella se logra mejorar niveles de calificación crediticia.

Este tipo de garantía es particularmente útil cuando se desea acceder a financiamiento bursátil, pues éste solamente acepta proyectos de la más alta calidad crediticia (AA o AAA), nivel que es muy difícil de alcanzar para un proyecto sin el soporte de una GPC.

¿Por qué acceder al financiamiento bursátil para financiar un proyecto?

Porque es en este mercado donde se puede obtener tasa fija de largo plazo, sustancialmente inferior a la ofrecida por la banca.

¿Está el financiamiento bursátil disponible para cualquier Project Finance?

No. Solamente para aquellos proyectos con bajos riesgos y fuertes protecciones que les permitan lograr las más altas calificaciones crediticias.

Principales Principios de Project Finance

Principio 4: Apalancamiento Máximo

Otro de los principios del *Project Finance* es que se busca alcanzar el máximo endeudamiento posible para el proyecto de tal forma que se minimice la contribución de capital que deba realizar el Patrocinador.

El apalancamiento máximo normalmente se logra con el mayor plazo y obteniendo financiamiento a tasa fija, pues esto permite aprovechar al máximo los flujos futuros del proyecto.

Para aquellos proyectos que califiquen, el máximo apalancamiento se logra a través del acceso al financiamiento bursátil que, como vimos anteriormente, requiere de una estructuración financiera más sofisticada y mayores protecciones, pero lleva aparejada una gran ventaja:

- ✓ El Patrocinador logra desarrollar el proyecto invirtiendo menos recursos, lo cual aumenta significativamente su Tasa Interna de Retorno.

Aplicaciones en Estados y Municipios

Aplicación 1: Cuando la Entidad es el Poder Concedente (Concesión o PPS)

Cuando una entidad (Estado o Municipio) decide otorgar una Concesión o PPS a un privado, resulta de la mayor relevancia contar con un conocimiento previo del tipo de financiamiento al que tendrá acceso el privado, los riesgos que se espera éste asuma, el nivel de soporte que deberá dar al proyecto y el monto de capital que éste deberá comprometer al proyecto, porque en definitiva la Entidad podrá *negociar*: (i) un mayor precio por entregar la concesión o (ii) un menor costo que tendrá que pagar por el servicio.

De esta forma, la entidad puede estimar más precisamente la rentabilidad que podría obtener el privado bajo diferentes supuestos de oferta y el nivel de capital y apoyo que éste deberá dar al proyecto.

En este sentido, el manejo de los conceptos, niveles y parámetros involucrados en un *Project Finance* permiten a la entidad alcanzar un diseño realista del negocio, que garantice un alto nivel de interés por parte de potenciales Patrocinadores Privados o *Project Sponsors*, al facilitar que éstos tengan disponibles opciones viables y eficientes de financiamiento.

- | | | |
|---------------------------|---|--|
| Beneficio para la entidad | → | Mejor diseño financiero de la Concesión |
| | → | Opciones de financiamiento más factibles |
| | → | Mayor participación privada en la licitación |
| | → | Adjudicación en condiciones más competitivas |

Aplicaciones en Estados y Municipios

Aplicación 2: Cuando la Entidad es el Patrocinador (APPs de Tercera Generación)

El dominio por parte de las entidades públicas de los conceptos de *Project Finance* da espacio a una nueva generación de Alianzas Público Privadas: La alianza directa entre la entidad pública y el mercado financiero privado.

Esta nueva opción se abre para aquellas entidades que hayan demostrado una capacidad institucional para el manejo profesional y sofisticado de proyectos de inversión y su financiamiento, tal y como lo hace el privado adjudicatario bajo los esquemas anteriores.

Bajo el nuevo esquema propuesto, la entidad procurará obtener financiamiento sin recurso o con recurso limitado a la entidad para financiar un proyecto específico, ya sea que éste cuente con pagos de usuarios (autopista de cuota) o con pagos de la misma entidad (PPS). En ambos casos y al igual que con un Sponsor privado, la entidad pública buscará limitar su responsabilidad en el pago de la deuda asociada a un proyecto, buscando que sea el mismo proyecto el único obligado al pago.

Si al final de cuentas el Patrocinador Privado se remite a aportar un capital semilla y subcontratar con terceros los diferentes elementos claves para el desarrollo y operación del proyecto (construcción, financiamiento y operación), ¿Por qué no puede la entidad pública llevar a cabo directamente la aportación del capital y la administración de los contratos con terceros?

Aplicaciones en Estados y Municipios

Aplicación 2: Cuando la Entidad es el Patrocinador (APPs de Tercera Generación)

¿Por qué prescindir del Patrocinador Privado?

Primero que nada por costo, puesto que el privado normalmente tiene un costo de capital más alto que la entidad pública y exige un retorno, no despreciable, por aportar el capital semilla, gestionar los contratos con terceros y dar garantías limitadas.

- Si la entidad pública lleva a cabo todas estas funciones, se estará ahorrando el “costo de intermediación del Patrocinador Privado”

¿Cómo garantizo una construcción, financiamiento y operación eficientes de la infraestructura, sin la participación del Patrocinador Privado?

Por lo general, el Patrocinador Privado adjudicatario no es quién realiza directamente las actividades claves del proyecto, sino que simplemente lleva a cabo una “intermediación” de éstas, pues subcontrata la construcción y operación con empresas privadas calificadas y el financiamiento con el mercado financiero.

- Si la entidad pública se comporta en sus contrataciones como lo haría el privado, el proyecto se sigue beneficiando del manejo privado de las actividades claves, a través de los mismos subcontratistas privados, pero sin pagar el costo de intermediación.

Aplicaciones en Estados y Municipios

Aplicación 2: Cuando la Entidad es el Patrocinador (APPs de Tercera Generación)

¿Cómo implementar una APP de Tercera Generación?

- I. Para lograr un proceso bien estructurado, la Entidad debe comportarse tal y como lo haría para adjudicar una Concesión o PPS, en cuanto al diseño del proyecto, sus bases de licitación y contratos de Concesión o PPS;
- II. Luego, en vez de adjudicar a un privado, se adjudica a un organismo público descentralizado, capacitado para operar los subcontratos con privados;
- III. Éste acude al mercado financiero en busca de *Project Finance* sobre la base de los derechos que le otorgan los contratos adjudicados;
- IV. Paralelamente licita la construcción y la operación y negocia con estos contratistas, los respectivos contratos de construcción y operación;
- V. En caso de ser necesario, acude a la Banca de Desarrollo o Multilateral para obtener soporte crediticio adicional al proyecto;
- VI. Finalmente, implementa el financiamiento, llevando a cabo todas las etapas ya mencionadas;
- VII. Luego del Cierre Financiero y obtención de los recursos, comienza la construcción del proyecto, llevando a cabo una supervisión detallada del proceso, con la intervención de los acreedores que cuidarán la aplicación correcta y eficiente de los recursos.