

PROJECT FINANCE INTERNACIONAL

Tomàs Casanovas

Una manera ganadora,
inteligente y eficaz
de financiar un proyecto
de inversión

Project Finance Internacional

Una manera ganadora,
inteligente y eficaz de
financiar un proyecto
de inversión

Tomàs Casanovas

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN
Y DISTRIBUCIÓN

ÍNDICE

Agradecimientos.	9
Prólogo	11
01. Antecedentes históricos	15
02. Qué es el Project Finance	25
03. ¿En qué ámbitos económicos se puede aplicar?.	33
04. Las fuentes de financiación externa y garantías del Project Finance	55
05. Partes que intervienen en la negociación de un Project Finance	63
06. Fases de un Project Finance	79

07. Project Finance y financiación corporativa tradicional. Ventajas e inconvenientes de ambas opciones	87
08. La matriz de riesgos y mitigantes	101
09. La cascada de pagos. Criterios de prelación	145
10. El caso base	151
11. Modelización en Project Finance	159
12. El mercado de préstamos sindicados en Project Finance	187
13. Introducción a los aspectos jurídicos y contractuales	209
14. Las emisiones de bonos en Project Finance	239
15. El Project Finance bajo la ley islámica	255
16. El marco regulatorio Basilea II-III en las operaciones de Project Finance	275
17. Ejemplo sencillo del consumo de capital de los bancos en Project Finance	281
18. Un modelo práctico para evaluar la bancabilidad de un proyecto	287
19. Caso práctico: Energía Eólica del Ebro, S. A.	303
Glosario	341
Bibliografía y enlaces web	353

PRÓLOGO

Para mí, prologar un libro es referirse al autor, a su obra y a los usuarios de esta. Trataré de ser fiel a este triple enfoque.

Conozco a Tomàs Casanovas desde hace muchos años; en concreto, desde 1990. Ha sido uno de mis colaboradores más eficientes y fieles. Sé de su buen hacer y de su profesionalidad, que ha demostrado ampliamente en el planteamiento de numerosos Project Finance sobre cuya viabilidad nos debíamos pronunciar.

Estoy seguro de que no exagero si afirmo que, seguramente, sea uno de los mejores profesionales en materia de riesgos del país. Inició su carrera profesional en Caja de Barcelona, en el área comercial, donde estaba en contacto permanente con los clientes y alcanzó posiciones de responsabilidad en la gestión de la red de oficinas. Más tarde se incorporó al Departamento de Riesgos, donde desarrolló una capacidad técnica sobresaliente. Ello le permitió ganarse la plena confianza de La Caixa y dirigir, primero, el Departamento de Riesgos de Cataluña y luego, el de Financiaciones Estructuradas. Durante esta última etapa complementó sus conocimientos sobre riesgos de

financiación a empresas con una gran experiencia en operaciones muy complejas.

Siempre ha tenido una visión clara y global de los proyectos, que sometía a consideración de los comités encargados de evaluarlos, no sólo acotada a las cifras resultantes del caso base. No obstante, hemos discrepado en ocasiones, lo que nos ha enriquecido mutuamente.

Quiero destacar asimismo su larga trayectoria docente para extender su amplio conocimiento, no sólo en lo relativo al tema objeto de este libro, sino también en materia de riesgos en general. Con ello le presta un servicio ineludible a la sociedad. La combinación del conocimiento del negocio bancario con esta capacidad técnica, junto con su inquietud intelectual, han hecho de Tomàs un referente en el sector bancario. Ha sabido combinar a la perfección la teoría con la práctica, con lo que ha evitado la utopía y la rutina consiguiendo una verdadera eficacia.

La lectura del texto no ha hecho más que reafirmarme en la consideración que le tengo al autor. Se trata de una obra bien estructurada, donde la metodología y la cuidada ordenación dan rigor a lo expuesto. Comprende todos los aspectos del Project Finance, incluyendo los jurídicos y contractuales que, a menudo, son menos valorados, pero sin duda resultan indispensables para el buen fin de las operaciones. Destacan los inherentes al riesgo económico y a los mecanismos para mitigarlo. Insiste mucho en dejar clara la diferencia sustancial de este instrumento con la financiación corporativa.

Son de agradecer igualmente las referencias a la ley islámica y a la manera en que influye en los Project Finance que se contratan con arreglo a esta, ya que su desconocimiento en el mundo occidental es manifiesto.

Resultan también muy atinados los contenidos relativos al consumo de capital de estas operaciones con arreglo a los requerimientos de Basilea III.

En suma, se trata de un trabajo bien presentado, profundo y con abierto espíritu divulgativo.

Entiendo que debe ser útil, tanto a los profesionales que operan en este campo como a las personas que se forman en materia de finanzas en universidades y escuelas de negocios. Unos lo utilizarán como manual de consulta, y otros, como herramienta de aprendizaje. En todo caso, es un libro que hay que tener siempre encima de la mesa de trabajo, no sólo para leerlo, sino también para meditar acerca de él.

Si bien es conveniente que el usuario tenga un conocimiento previo de los instrumentos de financiación más habituales de las empresas para comprender, así mejor, las diferencias con este, tampoco resulta indispensable. Ningún lector que tenga un mínimo interés en el asunto ha de sentirse excluido.

JESÚS ESCOLANO

Director ejecutivo de CaixaBank
y presidente del Comité Permanente de Créditos

02

QUÉ ES EL PROJECT FINANCE



PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN
Y DISTRIBUCIÓN



El Project Finance (PF) suele definirse como una operación de financiación de un proyecto, materializada en un activo fijo. Se excluyen, por tanto, los proyectos comerciales. Los elementos distintivos del PF con relación a otros métodos de financiación son:

- Financiación de un proyecto de inversión, definido, concreto y canalizado a través de una sociedad vehículo, habitualmente de nueva creación. Esta sociedad vehículo tendrá como propósito único y exclusivo el desarrollo del proyecto que se va a financiar. En su activo, sólo estarán las inversiones del proyecto. En el pasivo, sólo existirán los recursos propios aportados y retenidos más la financiación obtenida.
- Los bancos prestamistas controlan las cuentas que reciben los flujos de caja.
- Los beneficios generados son la fuente de fondos para el repago. Los activos del proyecto constituyen la garantía adicional del capital prestado.
- Por lo general, se financian proyectos destinados a construir nuevas instalaciones (*greenfield*).

La financiación tradicional es de tipo corporativo. En ella, la fuente primaria de repago para los inversores y los prestamistas es la empresa prestataria.

- Los flujos que generará el proyecto deben ser estables y predecibles con cierto margen de seguridad.
- El proyecto debe garantizar viabilidad financiera, medioambiental, jurídica y tecnológica. Por consiguiente, es imprescindible una detallada evaluación económica, técnica, jurídica y medioambiental que garantice la viabilidad de la inversión que se va a realizar.
- Con garantías de los activos y flujos del propio proyecto –sin ningún aval de los accionistas– a partir de la finalización del período de construcción y de la realización del *completion test*.
- La financiación permite plazos muy largos, de hasta treinta años o incluso superiores.
- Admite un elevado apalancamiento. Es bastante habitual un 20 % de recursos propios frente al 80 %



Al ser una operación de financiación de un proyecto que se materializa en un activo fijo, los proyectos comerciales se excluyen del PF.

de financiación. Este porcentaje puede variar en función de los ámbitos de aplicación.

- La estructuración contractual es relativamente compleja.
- Los importes de estas operaciones suelen ser lo suficientemente elevados como para permitir que diversas entidades financieras compartan su financiación a través de un proceso denominado *de sindicación*.
- Plantea un elevado coste de puesta en marcha.

Se estima que el volumen global de operaciones de PF concedidas en el ejercicio 2015 se habrá situado en torno a los 350 000 millones de dólares.

CONFUSIÓN ENTRE PROJECT FINANCE Y FINANCIACIÓN CORPORATIVA

La financiación tradicional es de tipo corporativo. En ella, la fuente primaria de repago para los inversores y los prestamistas es la empresa prestataria, soportada por todo su balance, no por un proyecto en concreto. En financiación corporativa, si un proyecto falla los prestamistas no tienen por qué preocuparse, siempre y cuando la empresa siga siendo financieramente viable. En Project Finance, por el contrario, si el proyecto financiado fracasa, los inversores y prestamistas pueden estar seguros de que las pérdidas van a ser notables.

¿Qué es un Project Finance?

Financiación de un proyecto de inversión, con o sin recurso limitado a los accionistas y del que se espera un retorno (amortización) de la financiación según los *cash flows* generados por el propio proyecto.

- Proyecto de inversión definido y concreto (tiempo/espacio/importe).
- Con capacidad de generación de *cash flows* (suficientes/estables).
- Con viabilidad (económica/financiera/técnica).
- Con riesgos analizables y asignables.
- Garantías del propio proyecto.
- A largo plazo.
- Con un elevado apalancamiento.
- Canalizado a través de una sociedad vehículo.

¿Qué no es un Project Finance?

Estas son las características principales que nos señalan lo que no es un Project Finance:

- Financiación corporativa a una empresa.
- Financiación basada en garantías externas (al propio proyecto/ patrimonio/ accionistas).
- Financiación de circulante/ capital de trabajo.
- Financiación sin flujos estables/ predecibles/ ajenos a la inversión financiada.



03

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN
Y DISTRIBUCIÓN

**¿EN QUE ÁMBITOS
ECONÓMICOS SE
PUEDE APLICAR?**



Introducción

En las décadas de 1970 y 1980, la aplicación del Project Finance se restringía a aquellos ámbitos que presentaban un bajo riesgo tecnológico y no implicaban ningún tipo de riesgo mercado ni riesgo país. La aplicación se abrió progresivamente a nuevos ámbitos y se asumieron con prudencia algunos de los riesgos antes mencionados.

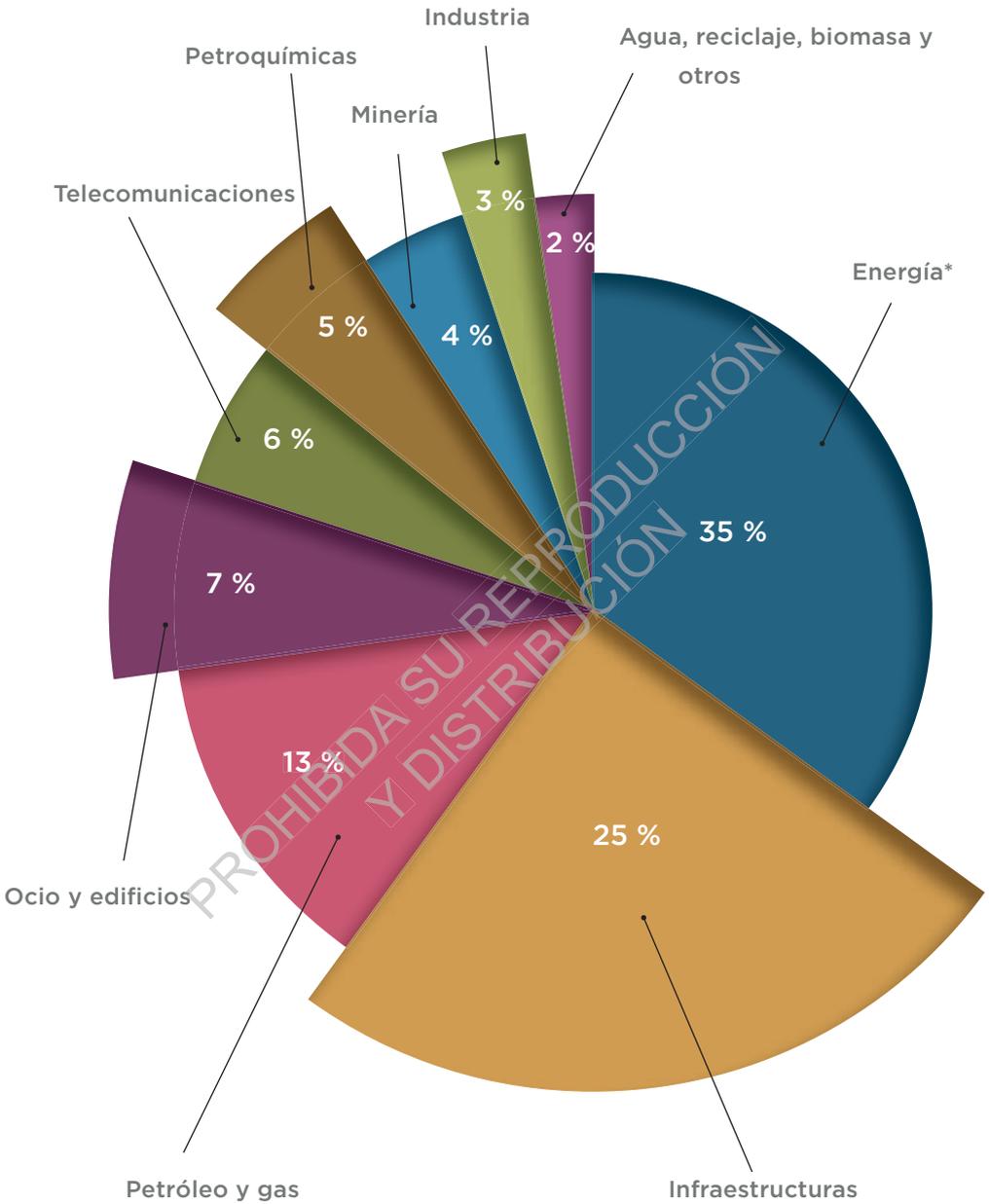
En la actualidad, a nivel internacional, los PF relacionados con la energía (petróleo, electricidad y gas) suponen alrededor del 35 % del total financiado por este método, mientras que las infraestructuras de transporte canalizan un 25 % adicional.

En el gráfico de la página siguiente se puede ver la distribución sectorial de las operaciones de PF, a nivel global, durante el ejercicio 2013.

El PF en Europa supone casi un 40% del total mundial. Para el ejercicio 2015 se estima que habrá superado los 100 000 millones de euros. En torno a un 10% de este importe corresponde a España.

Los ámbitos de aplicación del PF son muy variados. Sin ánimo de exhaustividad, he aquí algunos de ellos:

Las actividades de petróleo y gas son uno de los ámbitos de aplicación del Project Finance más complejos (plataforma en el golfo de Tailandia).



* Incluye la generación, transmisión y distribución de la electricidad.

PUBLIC PRIVATE PARTNERSHIP (PPP) - COLABORACIÓN PÚBLICO-PRIVADA

Una parte muy importante de los PF se canaliza a través de los denominados *public private partnership* (PPP), que son proyectos concesionales o de titularidad pública en los que interviene capital privado. Los PPP se aplican en aquellos países que necesitan determinadas infraestructuras y carecen de los recursos o de la capacidad tecnológica para llevarlos a cabo.

La estructura característica de un PPP consiste en un contrato de concesión a través del cual la sociedad vehículo –del sector privado– adquiere el derecho a construir y operar el proyecto en unas condiciones prefijadas durante un período de tiempo limitado. Al final de este período, la propiedad del activo revertirá al sector público.

Los PPP se aplican en la mayor parte de países a través de dos vías distintas:

A. Concesiones utilizadas por el público

El Estado ofrece algún tipo de soporte o confort a los inversores con objeto de minimizar su riesgo. Este es el caso de las autopistas. Si nos centramos en España, la responsabilidad de la Administración (RPA) garantiza que, si una concesión se considera de utilidad pública y genera pérdidas recurrentes por causas no imputables al concesionario, el Estado se compromete a retomarla con una indemnización para el *sponsor* del proyecto. El importe que se debe pagar sería el equivalente a la inversión inicial, menos las amortizaciones contables practicadas hasta aquel momento. Dada la situación actual de las Administraciones Públicas, se suele recurrir a una