

**EL PROJECT FINANCE:
GESTIÓN DEL RIESGO EN LA COYUNTURA
ECONÓMICA ACTUAL.
ESPECIAL REFERENCIA A LOS MECANISMOS CONTRACTUALES
DE MITIGACIÓN DE RIESGOS**

*(PROJECT FINANCE: RISK MANAGEMENT IN THE CURRENT
SPANISH ECONOMIC SCENARIO.
SPECIAL REFERENCE TO RISK MITIGATION
THROUGH CONTRACTUAL PROVISIONS)*

Working Paper IE Law School

AJ8-196

28-02-2013

Cátedra José María Cervelló

Eduardo Sánchez
Abogado/Lawyer
CUATRECASAS, GONÇALVES PEREIRA
eduardo.sanchez@cuatrecasas.com

Resumen/Abstract

Las Administraciones Públicas tienen entre sus principales objetivos dotar a la sociedad de suficientes infraestructuras que contribuyan a la mejora del bienestar de sus ciudadanos y al desarrollo económico. Este deber de la Administración se enfrenta hoy en día a importantes desafíos presupuestarios, sobre todo, en los países desarrollados, cuyas cuentas públicas presentan enormes déficits. En este contexto, la colaboración público-privada supone una alternativa a estas restricciones, sobre todo cuando son financiados bajo esquemas de Project Finance. Estos Project Finance se enfrentan a numerosos riesgos, por lo que la identificación, atribución y mitigación de los mismos es absolutamente indispensable para el buen fin de la operación. Este trabajo pretende arrojar luz al complejo sistema de atribución y mitigación de riesgos, sobre todo, en la estructuración de cláusulas que contribuyan a que se ejecute la operación y que, además, ésta se haga con ciertas garantías.

Public Administration has amongst its main objectives to grant their citizenship sufficient infrastructure which contribute to the welfare and the economic growth. Nowadays, this Administration's duty faces important budgetary challenge, mainly, in the developed countries, whose public accounts have huge public deficits. In this context, private public partnership offers an alternative to this restriction, specially when they are funded under the Project Finance structure. These Projects Finances face many risks, so the identification, allocation and mitigation of them is absolutely necessary in order to guarantee the project success. This work's main objective is to describe the advantage to perform works through a "PPP" explaining the complex risks' structure, overall, through some clauses which contribute to make project viable.

Palabras clave/Keywords

Proyectos de infraestructura, colaboración público privada, Project Finance, identificación y mitigación de riesgos. Clausulas MAC/MAE.

Infrastructure projects, public-private partnerships, Project Finance, risk allocation, risk mitigation, MAC/MAE clauses.

Agradecimientos: A mis padres, por permitirme, una vez más, alcanzar mis sueños. A Federico Roig, por aceptar ser mi tutor y mostrarme el camino para llegar a ser un buen abogado. A Álvaro López de Ceballos, por su amabilidad y plena disposición en la realización de este trabajo. A Agustín Cerdá, por sus aportaciones y comentarios que me ayudaron a centrar el enfoque del trabajo. A Ander Valverde, sin sus consejos hubiera sido imposible. A Pilar Galeote, por haberme apoyado en los momentos más difíciles. A Erea, por animarme a realizar este trabajo y por su lealtad como amiga. A Adri, por haberme acompañado durante todo el máster en los malos y buenos momentos.

La publicación de la Serie Working Papers IE-Law School está patrocinada por la Cátedra José María Cervelló.
Copyright © 2013 Eduardo Sánchez.
Este working paper se distribuye con fines divulgativos y de discusión.
Prohibida su reproducción sin permiso del autor, a quien debe contactar en caso de solicitar copias.
Editado por el IE Law School e impreso por IE Publishing, Madrid, España

*The publishing of Serie Working Papers IE-Law School is sponsored by the José María Cervelló IE Chair.
Copyright ©2013 Eduardo Sánchez.
This working paper is distributed for purposes of comment and discussion only.
It may not be reproduced without permission of the copyright holder.
Edited by IE Law School and printed at IE Publishing, Madrid, Spain*

“Es poco atractivo lo seguro, en el riesgo está la esperanza”. Tácito (55-120 d.C)

Introducción

El presente estudio versa sobre los riesgos en los contratos de Project Finance, así como los distintos mecanismos que pueden articularse para gestionar dichos riesgos a lo largo de todo el proceso, con especial atención a las cláusulas contractuales, *mac/mae*, *hardship* y *rebus sic stantibus*.

Este tema es de gran relevancia en la actualidad, si se tiene en cuenta la función de los Project Finance en la sociedad como instrumento que permite compatibilizar el impulso al desarrollo económico y social por parte del sector público, con una coyuntura económica que exige austeridad en el gasto público.

En efecto, uno de los aspectos fundamentales que debe ser tenido en cuenta a la hora de determinar el grado de desarrollo de un país lo constituye, sin lugar a dudas, el nivel de infraestructuras que éste reúne en su territorio, entendiendo por nivel la cantidad y la calidad de las mismas. La relación que se establece entre infraestructuras y crecimiento económico es directamente proporcional, cuanto más y mejores sean aquellas, mejores magnitudes económicas presentará ese país concreto incrementándose, por tanto, el nivel de vida y bienestar de sus ciudadanos.

Ahora bien, estas infraestructuras de gran envergadura – carreteras, centrales eléctricas, red de comunicaciones, gaseoductos, hospitales, etcétera – exigen enormes desembolsos de dinero, de ahí que se planteen diversas alternativas para su financiación.

En una economía desarrollada, en principio, podría ser factible que el estado, a través de sus recursos, asumiese por completo la provisión de servicios públicos financiando al cien por cien el diseño, construcción, operación y mantenimiento de la infraestructura. Sin embargo, es discutible que esa sea la opción óptima o que, en el contexto actual, las denominadas economías desarrolladas puedan asumir esos compromisos íntegramente.

En países en vías de desarrollo, la existencia de prioridades más inmediatas por parte del estado, puede suponer el retraso del deseado desarrollo del país, ante la incapacidad para asumir inversiones de tal envergadura.

Es en esta coyuntura, donde cada vez adquiere mayor relevancia la participación del sector privado que permite a las administraciones públicas ejecutar sus compromisos de inversión, a través de esquemas de colaboración público-privada o *public private partnership* (en adelante, “PPP”). Como quedará demostrado, el Project Finance es un instrumento que permite compatibilizar el impulso al desarrollo económico y social por parte del sector público, con la necesaria austeridad de las cuentas de las distintas administraciones de una manera óptima y eficiente.¹

¹ VAÑÓ VAÑÓ, M., *El contrato de Project Finance*. Pág. 115. (Tirant Lo Blanch), Valencia 2002

Este trabajo pretende arrojar un poco de luz al complejo sistema contractual necesario para la ejecución de este tipo de proyectos, identificando los principales riesgos desde distintas perspectivas y los mecanismos de mitigación más apropiados para cada caso concreto.

Por último, plantearé una alternativa a la financiación de proyectos estrictamente bancaria, pues la restricción del crédito en los países desarrollados en general y en España en particular, hace imperativo recurrir a otras fuentes de financiación como los mercados de capitales, a través de los denominados *Projects Bonds*. Esta práctica, habitual en otras jurisdicciones como la brasileña, británica o estadounidense, es novedosa en España y puede ser utilizada tanto desde un momento inicial del proyecto como en posteriores refinanciaciones.

Para ello, el trabajo comenzará con una breve exposición de las diferentes alternativas de financiación que pueden darse en una situación de colaboración público-privada, para a continuación centrarse en la figura del Project Finance como la modalidad más ventajosa y que está experimentando una mayor acogida. La metodología utilizada para el estudio de esta figura es, en primer lugar, el estudio de su vertiente financiera; en segundo lugar, el análisis de sus ventajas e inconvenientes desde el punto de vista de los operadores económicos; en tercer lugar, se desglosan las fases del proyecto; a continuación, el trabajo se centra en la estructura y naturaleza jurídica de los Project Finance; identificando los riesgos desde distintas perspectivas y se propondrán alternativas y mecanismos de mitigación; se analizará con mayor detenimiento la financiación de proyectos a través de bonos; para concluir con una referencia al papel del abogado en este proceso.

Para la elaboración de este estudio, dado su elevado grado de originalidad y ausencia de textos específicos, he trabajado, fundamentalmente, con obras genéricas de autores nacionales e internacionales y he estudiado proyectos concretos ejecutados en España y en el extranjero, centrandome mi atención en la articulación que en estos documentos se hacía del tratamiento del riesgo y sus mecanismos de mitigación.

1.- La colaboración público-privada. Alternativas de financiación²

Como he mencionado anteriormente, bien sea por las restricciones presupuestarias o bien por la necesidad de dotar de mayor eficiencia el diseño, construcción y mantenimiento de las infraestructuras, la colaboración público-privada (PPP) se ha convertido en una realidad presente en la acción política de los gobiernos.

Sin embargo, dada la complejidad y variedad de los diferentes proyectos, existen múltiples formas de financiar un PPP y aunque el objeto de este estudio reside en los Project Finance, resulta interesante realizar un breve repaso de las diferentes alternativas de financiación existentes. Así, desde el prisma de la colaboración público-privada, iré descendiendo de menor a mayor grado de participación.

²GONZÁLEZ TORRIJOS, J., <<La financiación de la colaboración público-privada. El Project Finance>>. Instituto de Estudios Fiscales. Enero 2007

1.1.Financiación pública

Es fácil intuir que nos encontramos ante la alternativa de menor grado de colaboración, que quizás se aleje del espíritu de los PPPs porque, aunque se han realizado financiaciones a largo plazo siguiendo el denominado método alemán de amortización que difiere el pago del principal a lo largo del tiempo, no se produce un verdadero trasvase de riesgos operacionales al sector privado.

Bajo este esquema financiero, la entidad de crédito presta los fondos directamente a la administración promotora del proyecto, para que construya y opere el proyecto. Los riesgos del proyecto son asumidos íntegramente por la administración, por lo que la rentabilidad y la complejidad de este tipo de operaciones es muy baja desde el punto de vista del banco.

Tradicionalmente fue la principal fuente de financiación de infraestructuras públicas aunque teniendo en cuenta la actual coyuntura política, económica y financiera, este modelo ha sido superado, al menos en lo referente a la ejecución de proyectos de gran envergadura.

1.2.Financiación corporativa

De forma breve, en esta modalidad de financiación la entidad de crédito proporciona los fondos directamente a la compañía promotora del proyecto que es quien lleva a cabo directamente el PPP.

La principal desventaja que presenta este modelo es que la financiación asumida por el promotor figurará en su balance, lo que tiene consecuencias en diferentes planos. Por un lado, podría suponer una limitación a su operatividad pues reduciría irremediamente su capacidad de endeudamiento. Por otro lado, la confusión de operaciones que se genera puede originar problemas de gestión en la propia compañía promotora que pueden aumentar los costes del proyecto. Finalmente, se contamina el PPP con una amplia variedad de activos lo que puede comprometer la viabilidad del proyecto.

Son los motivos expuestos en el párrafo anterior los que explican que este modelo haya sido muy poco utilizado y que solo se recurra a él cuando el acceso a la financiación de proyectos está cerrado por falta de tiempo, escaso importe del proyecto, restricciones en el mercado de crédito, etcétera.

1.3. Titulización³

Regulada en el artículo 259 y ss. del Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de diciembre, que aprueba el texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público (en adelante, “**LCSP**”), ha sido objeto de impulso político aunque con escaso éxito en la práctica.

Básicamente, consiste en la venta a un fondo de Titulización de los ingresos futuros del PPP. La deuda, por lo tanto, se sustenta íntegramente con los fondos generados por el proyecto sin recurso de ningún tipo a los socios.

Podría constituir, sin lugar a dudas, una buena alternativa de financiación siempre que fuese relativamente fácil obtener los fondos necesarios para la ejecución del proyecto, sin embargo, el excesivo tiempo necesario para su formalización explican la escasa utilización de esta interesante alternativa.

1.4 Emisiones de bonos. *Projects Bonds*⁴

Dado que le dedicaré un análisis más detallado a esta alternativa, en este momento del estudio procede explicar brevemente que los tenedores de los bonos u obligaciones, denominados bonistas u obligacionistas, prestan sus fondos a una sociedad vehículo que los utiliza para construir y explotar el proyecto.

Durante la fase de explotación los bonos son repagados utilizando para ello los flujos de caja generados por el proyecto.

Constituye una opción interesante, muy utilizada en otras jurisdicciones con mercados de capitales más desarrollados como Reino Unido, Estados Unidos o Brasil y que algunas empresas españolas ya han manejado con éxito.

2.- Project Finance

De forma previa al análisis jurídico de los Projects Finance como sistema contractual, es preciso explicar, brevemente, su vertiente financiera aunque, como se verá a lo largo de este estudio, ambos aspectos van de la mano y deben ser tenidos en cuenta a la hora de diseñar un sistema de Project Finance.

De forma estrictamente financiera, el Project Finance es un instrumento que permite financiar un PPP tomando como garantía para el repago de la deuda los flujos de caja futuros que

³ ROMERO REY, M.A., <<El régimen jurídico de la Titulización de activos>>.

⁴GARCÍA ELOSUA, Eduardo. <<Bonos específicos para infraestructuras>>. El País. 18 de Septiembre de 2011. http://elpais.com/diario/2011/09/18/negocio/1316351005_850215.html

genere el proyecto así como los activos cuya titularidad ostente la sociedad vehículo o *special purpose vehicle* (en adelante, “SPV”), entidad creada ad-hoc y que recibirá la financiación.

Existen muchísimas definiciones académicas sobre el Project Finance, sin embargo, la que tiene mayor aceptación y seguimiento por parte de la doctrina internacional es la que Scott L. Hoffman realizó en 1989:

“The term Project Finance is generally used to refer to a nonrecourse or limited recourse financing structure in which debt, equity, and credit enhancement are combined for the construction and operation, or the refinancing, of a particular facility in a capital-intensive industry, in which lenders base credit appraisals on the projected revenues from the operation of the facility, rather than the general assets or the credit of the sponsor of the facility, and rely on the assets of the facility, including any revenue-producing contracts and other cash flow generated by the facility, as collateral for the debt”.⁵

De lo expuesto hasta ahora, se extrae que aquellas entidades financieras participantes en las operaciones de Project Finance realizarán un estudio pormenorizado del proyecto para delimitar cuál de ellos será financiable⁶ y cuál será descartado en función de sus excesivos riesgos o su escasa rentabilidad. No en vano, sin perjuicio de los mecanismos de mitigación contractuales que analizaré más adelante, la entidad financiera asume directamente el riesgo de demanda, financiero y de construcción.

2.1. Ventajas e inconvenientes de un Project Finance

Las ventajas e inconvenientes de optar por este mecanismo de financiación varían en función del punto de vista desde donde se analice, así pues:

- Ventajas para los promotores:
 - Permite acometer proyectos cuyo endeudamiento exceda de su capacidad para obtener financiación, bien mediante recursos propios, bien mediante endeudamiento externo.
 - Permite diversificar los riesgos a asumir entre los distintos promotores que estén involucrados en el proyecto en función de su participación en el mismo.

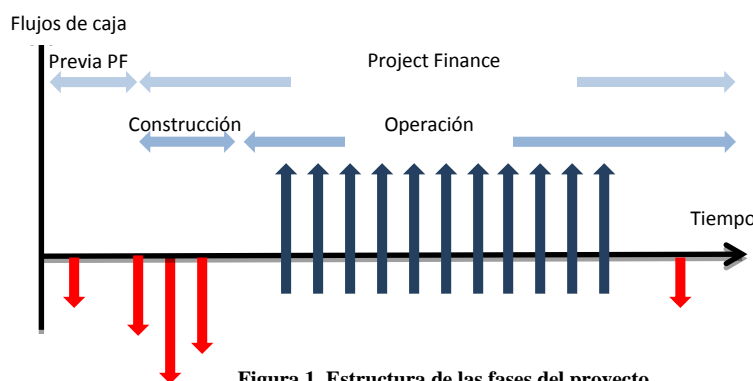
⁵ HOFFMAN, Scott L., *A Practical Guide to Transactional Project Finance: Basic Concepts, Risk Identification, and Contractual Consideration*, 45 Bus. Law 181 n.1 (1989)

⁶ Se ha creado toda una jerga en torno a los Project Finance, con términos como “bancabilidad” (*bankability*) y financiable (*financeability*).

- Son operaciones fuera de balance, por lo que no incrementan el riesgo corporativo de los promotores, los cuales mantienen así la capacidad crediticia necesaria que les permita recurrir al endeudamiento para futuras inversiones.
- No compromete la viabilidad de otros negocios al no requerir, en principio, garantías corporativas.
- Ventajas para los financiadores:
 - Evita la concentración de riesgos en los promotores, pues cambia un riesgo de empresa por un riesgo de proyecto.
 - Permite el seguimiento en profundidad de la gestión del negocio.
- Inconvenientes:
 - La múltiple y exhaustiva evaluación de riesgos requiere del asesoramiento técnico, financiero, legal y medioambiental, entre otros, de especialistas muy cualificados que aumentan el coste del proyecto.
 - Los numerosos participantes complican y retrasan la puesta en marcha del proyecto, sobretodo, en su fase de diseño y estructuración.
 - A medida que las entidades financiadoras asuman mayores riesgos, aumentarán proporcionalmente los costes financieros del proyecto, en una relación directamente proporcional.
 - La existencia de múltiples intereses genera situaciones de mucha conflictividad en cuanto a la identificación y asunción de riesgos.
 - En ocasiones, se incrementa el coste del proyecto por la obligación a suscribir costosas pólizas de seguros impuestas por los bancos.

2.2. Esquemas básicos

Desde el punto del coste/ingreso, un proyecto que necesite ser financiado mediante un Project Finance se puede dividir en tres etapas:



Como se puede ver en la figura 1, durante la primera fase previa al Project Finance⁷, se incurre en costes y no se espera la generación de ningún tipo de ingreso, esto supone una importante barrera de entrada a la hora de optar por este tipo de financiación ya que, exige llevar a cabo una serie de gastos importantes que desincentivan a iniciar los estudios necesarios.

Durante esta etapa, se estudia la posibilidad de realizar el proyecto valorando diversas técnicas y estableciendo un horizonte temporal de ejecución. Esta fase previa incluye, entre otros aspectos básicos, la búsqueda de las mejores soluciones técnicas, la búsqueda de inversores y métodos de financiación óptimos y se anticipan diversos contratiempos que puedan suceder. Es decir, en esta primera etapa, intervienen de una forma principal los asesores técnicos y financieros.

La segunda etapa, la fase de construcción, es la que requiere una estructura contractual más compleja, en ella se incurren en flujos de caja negativos muy superiores a los de la anterior etapa, existen mayores riesgos e intervienen un mayor número de agentes, es la fase más intensiva en capital.

La construcción de la instalación llave en mano o *turnkey construction contracts* se adjudica a un único contratista a través de un tipo de contrato que describiré posteriormente. Éste, realizará la mayor parte de los trabajos necesarios para la ejecución de la obra y subcontratará otra gran parte de la misma a terceras subcontratas.

La financiación de la estructura durante esta etapa es asimismo compleja, pues es habitual que, en aras de limitar o distribuir los riesgos, se elabore un sindicato de entidades de crédito

⁷GARCÍA VEGA, L., *El Project Finance. Conceptos básicos*. Revista del Colegio Nacional de Ingenieros del ICAI. 26 de agosto de 2008.

liderado por un banco agente, quién tendrá la responsabilidad de dirigir la correcta ejecución del préstamo.

La última fase es la de operación, en la que si los modelos financieros y técnicos han sido apropiados, se deben generar los flujos de caja suficientes para hacer frene al servicio de la deuda y que retribuyan a los inversores de *equity* de forma satisfactoria para sus intereses. Al final del proyecto se incurrirá en unos costes de desmantelamiento que habrá que considerar en la elaboración del modelo financiero, pues suponen unos últimos flujos de caja negativos que pueden comprometer el éxito de la operación.

A modo ilustrativo, adjunto el ya clásico esquema de un Project Finance, donde se puede observar el elevado número de agentes que intervienen y la complejidad contractual de la estructura. Como se deduce, todo gira en torno a la SPV, que suscribirá contratos con cada uno de los demás agentes.

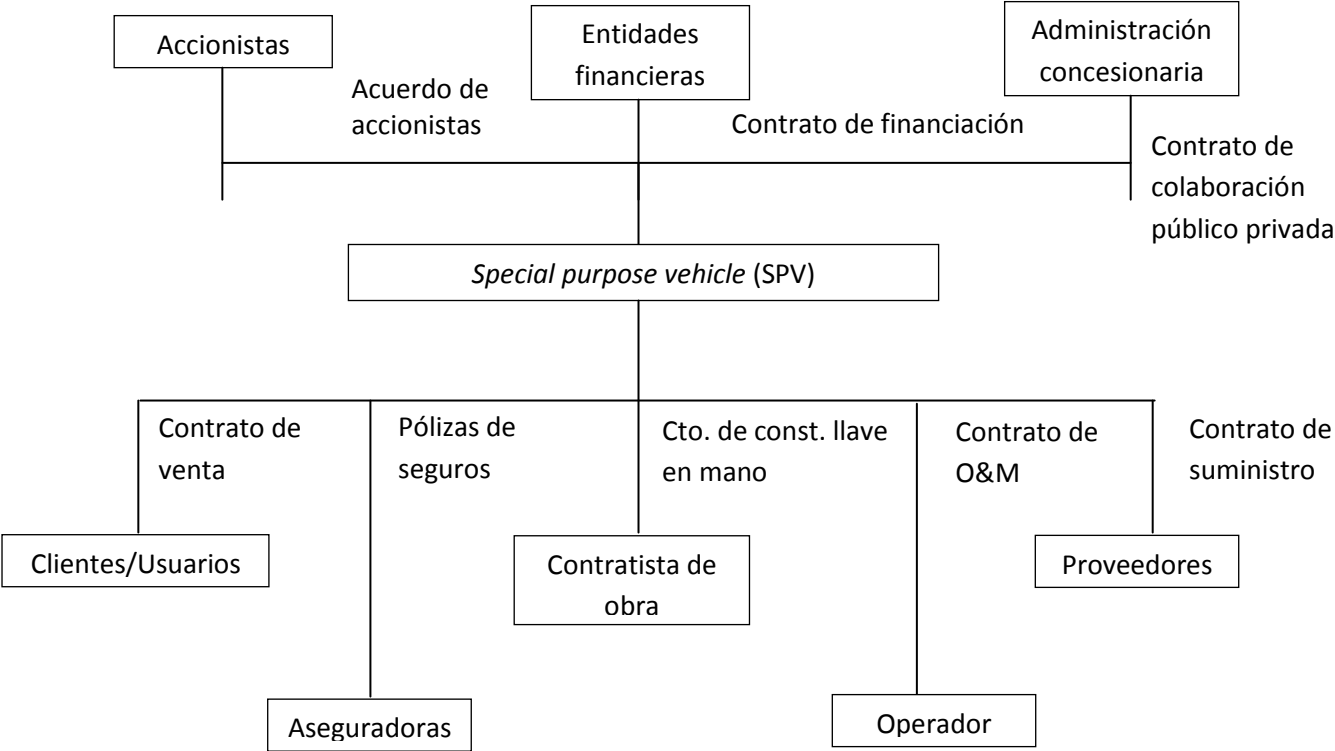


Figura 2. Esquema clásico de un Project Finance.

En la figura 2, se puede observar que son numerosos los contratos y las partes intervinientes, pero colocándonos ahora en la perspectiva de la entidad financiadora, los más importantes son el Contrato de Colaboración Público Privada, el Contrato de Crédito y los Contratos de Construcción, Operación y Mantenimiento.

Puede parecer extraño la afirmación que el Contrato de Colaboración Público Privada es esencial para los bancos, pero existen jurisdicciones en las que dicho contrato tiene gran protagonismo en el marco del proyecto, ya que es ahí donde queda regulado el régimen de financiación privada de un proyecto, limitándose el porcentaje de deuda, su plazo e incluso los derechos de las entidades financieras frente a las administraciones públicas. Afortunadamente, la legislación española vigente, con la voluntad de mejorar la seguridad jurídica de estas inversiones, regula el funcionamiento de los PPP lo que añade certeza a estas operaciones tan apalancadas. (Artículo 11 y ss. de la LCSP).

2.3. Estructura contractual

Aunque la estructura contractual puede variar enormemente en función del esquema fijado, el régimen concesional se suele articular bajo el esquema clásico conocido por sus siglas en inglés como BOT (*build, operate and transfer*) que podrá incluir múltiples variantes⁸.

La base sobre la que gira el contrato BOT es la concesión administrativa, a través de la cual, una administración pública concede a una entidad privada (SPV, que para entonces habrá de estar ya constituida bajo la forma societaria más conveniente⁹) la posibilidad de construir una infraestructura, llevar a cabo la puesta en marcha de un determinado servicio, y explotar sus rendimientos, responsabilizándose de la gestión y operativa diaria, entregando los activos y la gestión a la administración pública correspondiente, tras haber transcurrido el plazo oportuno¹⁰.

Se observa fácilmente que los pilares básicos de estas estructuras lo constituyen la concesión administrativa (*Implementation agreement*) y la SPV¹¹.

En el primer caso, es la legislación de cada país la que regula su régimen aunque, en general, existen dos modelos comúnmente extendidos de adjudicación de proyectos, el británico y el continental¹².

8 BOOT (*build, own, operate and transfer*), BTO (*build, transfer and operate*), MOT (*modernize, operate and transfer*), LOT (*lease, operate and transfer*), ROT (*rehabilitate, own and transfer*), etcétera.

9 En España es más recomendable la SL dada la flexibilidad de su configuración, sobretodo en cuanto a la inclusión en estatutos del régimen de toma de decisiones.

10 VAÑO VAÑO, M. *El contrato de Project Finance*. Pg 52. Tirant Lo Blanch. Valencia 2002.

11 En España y Latinoamérica es habitual el término SPV, si bien es frecuente el uso de las denominaciones SPE (sociedad de propósito específico) o SVP (sociedad vehículo del proyecto).

12 GONZÁLEZ TORRIJOS, J. <<La financiación de la colaboración público-privada: El "Project Finance">>. Instituto de Estudios Fiscales. Enero 2007.

El modelo británico consta de dos fases, una primera de precalificación, en la que se permite el acceso a todos los grupos licitadores, con escasa información suministrada y en el que las ofertas son vagas e imprecisas. Para precalificar en esta primera fase, es necesario suministrar información acerca de la experiencia del grupo en operaciones similares. En la segunda fase, los preseleccionados, previa recepción de una información mucho más detallada, presentan su mejor oferta. Durante esta fase, los preseleccionados son pocos (máximo 4), por lo que las negociaciones bilaterales entre el ente licitador y el licitante son muy habituales, concretándose muchos aspectos de los contratos finales. Su uso es muy común en Reino Unido, Irlanda, Portugal, Alemania y Austria.

El modelo continental consta de una única fase, por lo que desde un primer momento se provee a los licitadores de información más detallada y precisa. No existe una segunda ronda, por lo que la oferta presentada es definitiva. Este modelo huye del contacto entre licitador y licitante, por lo que las ofertas son muy dispares complicando su comparación. Los países donde más se utiliza son Francia, España, Grecia e Italia y los de Latinoamérica.

Concepto	Modelo Británico	Modelo Continental
Coste	Muy alto	Razonable
Tiempo de licitación	Demasiado	Razonable
Definición del Proyecto	Alta	Escasa
Riesgo de modificados, sobrecostos y retrasos	Baja	Alta
Número de licitadores	Muy bajo	Elevado

Figura 3. Cuadro comparativo de métodos de adjudicación

La creación de la SPV constituye un elemento esencial en la estructuración de cualquier operación de financiación de proyectos, pues esta sociedad vehículo adquiere la financiación y suscribe todos los contratos que integran el proyecto y que desgranará más adelante, pudiendo tener personalidad jurídica o no, aunque es más habitual que sí la tenga. Los participantes en estas sociedades vehículos, *sponsors*, podrán actuar como parte en los diferentes contratos, por ejemplo, es habitual que la constructora encargada de ejecutar la obra, forme también parte de la sociedad vehículo.

Una vez descrito el proceso de adjudicación de un BOT, conviene analizar brevemente las tres fases que lo componen:

a. *Build* o construcción:

En esta fase se desarrolla el contenido del contrato de construcción de la obra, normalmente “llave en mano”, a precio alzado, en virtud del cual el contratista asume todos los riesgos de la construcción, incluida la puesta en funcionamiento.

b. *Operate* o explotación:

En esta fase, en general, se autoriza a la SPV a explotar la infraestructura o el servicio construido durante un plazo de tiempo preestablecido. El objetivo a alcanzar será que la duración del contrato de operación (O&M) sea lo suficientemente largo como para permitir, con los *cash-flows* positivos generados, hacer frente al servicio de la deuda, amortizar convenientemente los activos invertidos y remunerar adecuadamente el capital aportado a la SPV.

No obstante, el *Project sponsor*, posee dos opciones, operar el proyecto él mismo a través de la SPV o contratar a un operador para que explote el proyecto a cambio de un precio fijado de antemano. La primera opción es muy habitual cuando uno de los sponsor es una operadora o un grupo que tiene una empresa operadora y, aunque en este caso no sería necesaria la firma de un contrato, las entidades financieras prestamistas u otros *sponsors* suelen exigir la elaboración de un acuerdo de operación.¹³

c. *Transfer* (reversión):

Al finalizar el plazo de explotación previsto en el Contrato de Concesión, la infraestructura, su gestión, así como sus activos, revertirán al organismo público que cedió los derechos de concesión.

Existen variantes de la estructura del contrato BOT en función del grado de privatización al que la Administración pública está dispuesta a llegar en relación con las obligaciones y derechos que surgen de la ejecución del contrato para el desarrollo, explotación y gestión de la infraestructura. Se trata de una decisión política basada en principios ideológicos que impiden o fomentan avanzar en el grado de participación privada en la provisión de determinados servicios.

Así el BOT implica un bajo grado de privatización porque la SPV nunca llega a ser propietaria de las instalaciones. En cambio, en un punto intermedio se encuentra el BOOT que transfiere la titularidad de las instalaciones al sector privado durante un tiempo y, finalmente, en el grado más alto de privatización se encuentra el BOO pues, a través de esta variante, la SPV es propietaria de las instalaciones por tiempo indefinido.

3.- Naturaleza jurídica del contrato de Project Finance

El análisis de la naturaleza jurídica de cualquier tipo de contrato nos permite definir el régimen jurídico aplicable al supuesto concreto. Partiendo de dicha premisa, analizaremos la **mercantilidad** del contrato de Project Finance y su carácter **atípico**¹⁴.

¹³ HOFFMAN, Scott L.. *The Law and Business of International Project Finance*. Pg. 199.

¹⁴ VAÑÓ VAÑÓ, M., *El contrato de Project Finance*. Pg. 115.

Es necesario distinguir, con el objeto de poder calificar este contrato como mercantil, entre la estructura contractual denominada genéricamente *Project Finance* y el propio contrato de crédito que constituye, junto a la concesión administrativa y la constitución de la SPV, uno de los pilares básicos de dicha estructura contractual.

3.1. La mercantilidad del contrato de Project Finance

El contrato de financiación, base de la estructura de Project Finance, suele ser un contrato de crédito sindicado o crédito subasta. Recurriendo a la concepción subjetiva, es subsumible, por tanto, en la categoría de contratos bancarios en cuanto a que surgen de la actividad bancaria

Ahora bien, ¿todos los contratos bancarios son de naturaleza mercantil? Según Garrigues, el derecho contractual bancario se ha considerado tradicionalmente como una parte del Derecho Mercantil¹⁵. Sin embargo, en la actualidad, no todos los contratos bancarios presentan naturaleza mercantil ya que, por ejemplo, los préstamos bancarios al consumo son contratos calificados como civiles aplicándoseles la normativa sobre protección de consumidores y usuarios y, en general, la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación.

Atendiendo a la naturaleza de su contenido, el contrato de Project Finance en la medida en que se trata de un contrato de financiación, debe ser calificado como mercantil pues según el artículo 311 del Código de Comercio,

“se reputará mercantil el préstamo, concurriendo las circunstancias siguientes:

1. *Si alguno de los contratantes fuere comerciante.*
2. *Si las cosas prestadas se destinasen a actos de comercio.”*

En relación al primer apartado, al menos una de las partes participantes en el contrato de Project Finance es comerciante, pues normalmente, el financiado, la sociedad vehículo del proyecto, adoptará alguna forma societaria. El financiador, por su parte, no siempre tendrá naturaleza mercantil, pues si nos fijamos en nuestro ordenamiento, podría tratarse de una Caja de Ahorros o de una Cooperativa de Crédito. En la esfera internacional, la figura del financiador podría recaer sobre una institución multilateral¹⁶.

Estas instituciones multilaterales desempeñan un papel esencial en la ejecución de proyectos en países en vías de desarrollo, pues financian proyectos que el mercado de crédito no está dispuesto a asumir.

Además, la intervención de instituciones multilaterales en un proyecto proporciona seguridad en una doble vertiente. Por un lado, beneficia al país receptor del proyecto, ya que la simple

¹⁵ GARRIGUES, J. *Contratos Bancarios*. Pg. 6 Madrid 1975

¹⁶ Instituciones multilaterales muy activas en este tipo de proyectos son el Banco Europeo de Inversiones (BEI), el Banco Mundial, la Corporación Andina de Fomento (CAF), Banco Asiático del Desarrollo, MIGA, IFC, etcétera.

participación de estas instituciones garantiza que los proyectos se ejecutarán bajo unos elevadísimos estándares medioambientales y sociales entre otros. Por otro lado, favorece a los financiadores, que ven disminuido el riesgo político ya que el gobierno del país receptor del proyecto está más incentivado a cumplir sus compromisos.

Las “cosas prestadas”, el dinero en nuestro supuesto, se dedican al comercio, en concreto a una actividad industrial, de construcción, de generación de energía, etcétera, acudiendo para su encaje a la concepción amplia de “operación mercantil” recogida en nuestro Código de Comercio.

En cualquier caso, siguiendo a la profesora Vañó, el contrato de Project Finance presenta naturaleza mercantil porque los participantes, la sociedad vehículo a través de sus socios o las entidades financieras, pretenden con esta operación obtener rendimientos que reviertan resultados positivos en sus respectivos patrimonios, es decir, persiguen un ánimo de lucro¹⁷.

3.2. La atipicidad del contrato del Project Finance

El Project Finance, como expresión del contrato de financiación, se ha incorporado a nuestro ordenamiento procedente de la práctica jurídica de los países de influencia anglosajona y, por lo tanto, puede considerarse un contrato atípico, aunque socialmente típico¹⁸, surgido a raíz de las necesidades del tráfico al igual que el *factoring* o el *leasing*, planteándose numerosos problemas de interpretación y protección de las partes. Es importante mencionar que, conforme al artículo 1.091 Cc., el contrato de Project Finance tiene alcance normativo *inter partes*, por lo que es fuente generadora de derechos y obligaciones para las partes.

Se trata, pues, de un contrato no expresamente tipificado en un precepto legal, pero admisible al amparo del principio de la autonomía de la voluntad recogido en nuestro Código Civil en el artículo 1.255. Además, el legislador ha previsto la existencia de contratos no tipificados en la redacción del artículo 1.254 del Cc, que tiene por finalidad subsumir a los tipos no regulados por el legislador, con el objetivo de dotarlos de cobertura jurídica.

3.3. El Project Finance como conjunto contractual

Resulta interesante estudiar los Project Finance como una unidad de contratos para valorar si es posible ajustarlo a la teoría de los *contratos coaligados, combinados, o conexos* que aplica al contrato de Project Finance en sentido propio o estricto.

¹⁷ VAÑÓ VAÑÓ, M., *El contrato de Project Finance*. Pg. 115.

¹⁸ GARCÍA VILLAVARDE, R., *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*. (Ed. Civitas). Madrid 1990.

Desde un punto de vista restringido, el contrato de Project Finance constituye, como hemos mencionado, un contrato bancario atípico de financiación similar al contrato de apertura de crédito ordinario incardinado en la categoría de los *contratos combinados*, ya que cada uno de los contratos que lo integran posee sustantividad propia pero conectados convenientemente para obtener una finalidad económica común (apertura del crédito ordinaria, contrato de cuenta corriente, comisión del banco agente, etcétera).

Sin embargo, el conjunto contractual que forma la estructura general de financiación a través de una operación de Project Finance, no se ajusta a la teoría de *contratos combinados* pues, aunque la causa o finalidad social que los agrupa es idéntica, en la construcción y en su caso explotación del proyecto, no existe identidad entre las partes de cada uno de ellos (contrato de suministro, contrato de construcción llave en mano, contrato *off-take*, etcétera).

La situación descrita explica la complejidad de este tipo de operaciones y justifica la existencia de múltiples asesores, entre los que juegan un papel esencial los abogados, pues se genera una diversidad de contratos para cubrir cada una de las prestaciones e intereses de las partes, a la que habrá que aplicar su propio y complejo régimen jurídico.

4.- Identificación, atribución y mitigación de riesgos en un esquema de Project Finance

El riesgo lo podemos definir como la incertidumbre en relación a los costes, las pérdidas o los daños. En esta definición, la incertidumbre constituye el elemento fundamental, que es el elemento más sensible del Project Finance y en cuya identificación y mitigación se centra el papel de los operadores jurídicos que intervienen en este tipo de operaciones

De hecho, uno de los factores más importantes que explican el éxito en el *closing* de un Project Finance reside en la correcta definición del proceso de estructuración del riesgo.

El primer paso en la gestión del riesgo será la identificación del mismo y sus causas. Durante este proceso, los riesgos son identificados, analizados, cuantificados, atribuidos y mitigados de tal forma que ningún riesgo amenace al desarrollo/diseño, construcción o explotación del proyecto para que el mismo, sea capaz de generar suficientes flujos de cajas de positivos que logren cubrir el servicio de la deuda, pagar los gastos de explotación y retribuir convenientemente a los inversores o *sponsors*. Existen distintas herramientas que se emplean en este procedimiento; una herramienta muy útil que se utiliza para ordenar y clarificar estos conceptos es la matriz de riesgos (ver figura 4). Si ésta se realiza con detenimiento, se logra el objetivo de identificar y atribuir cada riesgo al participante mejor preparado para asumirlo.

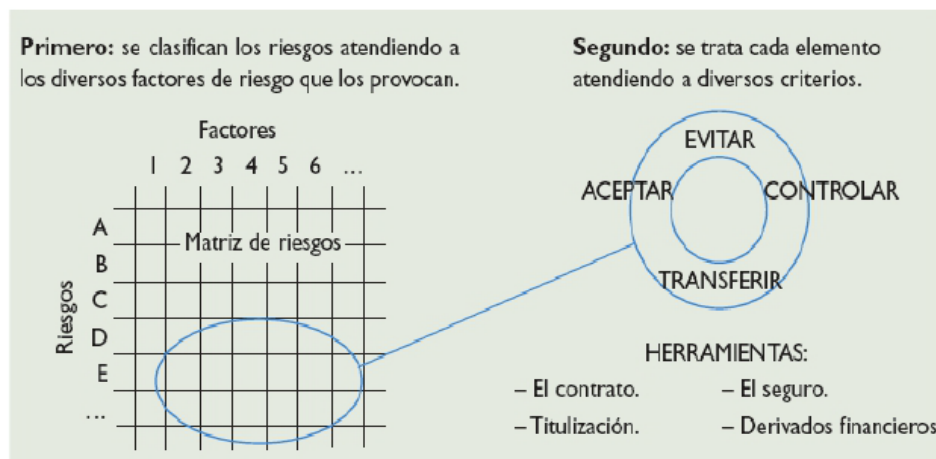


Figura 4. Cuadro resumen de la identificación de riesgos

Ahora bien, la atribución de riesgos varía de un proyecto a otro, no existe una matriz de riesgos idéntica a otra, y dependerá enormemente de las posiciones negociadoras de los participantes y de la capacidad del proyecto para generar *cash-flows* y reservas suficientes para cubrir las posibles contingencias¹⁹.

Una vez identificados los riesgos, éstos han de atribuirse a las partes intervinientes en el proyecto. Existen varias herramientas que permiten estructurar los riesgos en una operación de Project Finance al margen del propio contrato, como por ejemplo las subvenciones o los créditos fiscales o *tax credits*. Sin embargo, la herramienta por excelencia de estructuración de riesgos es el contrato, que se revela como el mecanismo óptimo de distribución de riesgos entre las partes. De esta forma, aquella que esté más capacitada para controlarlo y/o reducir su impacto sobre los flujos de caja generados por el proyecto, será a la que se le atribuya. Como contraprestación, esa parte demandará una compensación consistente con la magnitud del riesgo concreto asumido.

Es importante destacar que existen cuatro períodos de riesgos fundamentales en un Project Finance típico:

1. Riesgos de desarrollo o de fase previa.
2. Riesgos técnicos y de construcción
3. Riesgos de puesta en funcionamiento (*Start-Up risks*).
4. Riesgos operativos o de explotación.

¹⁹ HOFFMAN, S., *The Law and Business of International Project Finance*. Pg. 28 (Cambridge University Press) 2008.

4.1. Riesgos de desarrollo o de fase previa

El diseño y búsqueda de financiación inicial de los proyectos exigen desembolsos económicos que, como se puede apreciar en la figura 1²⁰, son menores que los exigidos en fases posteriores pero pueden tener cierta importancia.

Son, por tanto, riesgos que afectan primariamente a los *sponsors* y a los prestamistas iniciales. En Project Finance internacionales en países en vías de desarrollo, suele ser habitual que agencias o fondos procedentes de terceros países –como en el caso español la AECID, COFIDES, los extintos Fondos FAD, o los FEV– u organismos multilaterales –Banco Mundial, Banco Interamericano, CAF y otros– financien esta fase inicial a través de fondos para estudios de viabilidad. En proyectos en países desarrollados, la financiación suele ser ejecutada directamente por la empresa promotora o por entidades financieras.

Los riesgos principales durante esta fase incluyen el fracaso en la obtención de permisos u autorizaciones gubernamentales; la oposición de la opinión pública al proyecto concreto; y un modelo de negocio débil que no satisface las expectativas iniciales.

Son unos riesgos muy elevados que comprometen la continuación del proyecto, muchísimos de éstos no alcanzan jamás la siguiente fase y se pierden para siempre. Sin embargo, las ganancias potenciales en relación a los fondos aportados en esta fase son enormes, aunque se debe tener en cuenta que los costes aumentan cada día de desarrollo.

El grueso de la financiación, es decir, el *closing* de la financiación no se produce hasta la obtención de los permisos y autorizaciones necesarios y hasta la aprobación del caso base por parte de los bancos, por tanto, no se trata de mitigar estos riesgos en relación a la operación en su conjunto, sino de reducir en la medida de lo posible los costes.

4.2. Riesgos técnicos y de construcción

Los riesgos técnicos y de construcción son aquellos que surgen en la segunda fase del proyecto, la fase de estructuración y construcción en la que todavía no se generan flujos de caja positivos, pero en la que sí se hace un uso intensivo de los recursos facilitados por los financiadores.²¹

Ambos riesgos afectan principalmente a los *sponsors* y los prestamistas, aunque a todos los participantes en el proyecto les preocupa si el proyecto será puesto en marcha en la fecha prevista y al precio prefijado.

²⁰ Ver *infra*. Pág. 8.

²¹ VAÑÓ VAÑÓ, M. *El contrato de Project Finance*. Pg. 65.

El principal riesgo de construcción reside en la necesidad de un cambio sustancial en las obras que no estaba contemplado en el precio acordado, sobretodo en lo referente a cambios de diseño o de ingeniería. En el espectro de riesgos que afectan a la fase de construcción destacan, de igual forma, las modificaciones en el precio como consecuencia de fluctuaciones en la moneda o de la inflación, retrasos en la construcción, restricciones en el aprovisionamiento de materiales necesarios para la obra, modificaciones legales y huelgas que afecten a la forma y ejecución de los trabajos.

Los riesgos originados en esta fase pueden cubrirse a través de la determinación contractual de la responsabilidad de los promotores o *sponsors* por el principal e intereses del proyecto hasta que termine la fase de construcción, aunque entraríamos en un supuesto de financiación con recurso impropia de los Project Finance, y de la más habitual de los constructores a través de contratos “llave en mano” o *turnkey construction contracts* junto a garantías de finalización. Estas últimas suelen ser garantías personales que en nuestro ordenamiento se regulan bajo la institución de la fianza y que son ofrecidas por las entidades de crédito a través de avales a primer requerimiento o mediante *comfort letters* que proporcionan menor protección.

4.3. Riesgos de puesta en funcionamiento

Íntimamente conectado con el riesgo de construcción pues se trata del riesgo que se genera al cambiar de una fase del proyecto a otra y su transferencia entre participantes. El mecanismo de mitigación más utilizado serán las garantías *performance test* que miden si efectivamente se ha alcanzado el nivel pactado en el contrato de “llave en mano”, de ahí que sea habitual que en una fase inicial, de seis meses a un año de duración, la operación de la infraestructura sea ejecutada por la constructora. Por ello, también es habitual que el *sponsor* principal sea un grupo constructor de sobrada solvencia técnica y financiera, que cuente con concesionario, operadora y constructora, para que se garantice un *performance* suficiente para cubrir, al menos, el servicio de la deuda.

4.4. Riesgos de explotación

El riesgo de explotación surge tras haber comenzado a funcionar normalmente la infraestructura proyectada, produciéndose algún evento que impida la consecución de los objetivos fijados y, por lo tanto, limitándose la capacidad del proyecto para generar recursos suficientes que garanticen el pago de la deuda, los costes de explotación y proporcionar un retorno adecuado al *equity* invertido.

En esta fase, los riesgos pueden manifestarse de múltiples formas. Los ejemplos más significativos de este tipo de riesgos son el descenso de la disponibilidad de la materia prima requerida, riesgos de demanda, problemas técnicos, inflación elevada, descontrol en el tipo de

cambio y en la convertibilidad de la divisa, huelgas, riesgos políticos, legales, pérdidas no aseguradas o una gestión inadecuada de la infraestructura.

Los proyectos financiados bajo el esquema contractual descrito presentan un horizonte temporal de muy largo plazo, por lo tanto, de manifestarse alguno de los riesgos citados en el párrafo anterior en una fase temprana de explotación, las pérdidas potenciales son mucho mayores, que de manifestarse más adelante, cuando los activos y el principal ya estarán casi amortizados.

Así pues, los esfuerzos por mitigar los riesgos tendrán mucha mayor intensidad en las primeras fases de explotación y su coste será también más elevado. Contratos *take or pay*, *take and pay*, *off takes*, pólizas de riesgo-país, etcétera, son las herramientas contractuales más utilizadas que pretenden mitigar los riesgos de demanda o de suministro.

En la siguiente tabla, quedan reflejados los principales riesgos y sus mecanismos de mitigación contractual más habituales.

Riesgo	Mecanismo de mitigación
Sobrecostes	Contratos de construcción “llave en mano”, precio fijado al alza.
Retrasos en la construcción	Contratos de construcción “llave en mano” (EPC), penalización al contratista por cada día de retraso. Sistemas de <i>Project monitoring</i> .
Desempeño técnico	Contratos de construcción “llave en mano”, el contratista paga una penalidad por deficiencias en la operación de la infraestructura.
Demanda	Contratos <i>take or pay</i> , <i>off-takes</i> . El usuario paga independientemente del uso que le de.
Suministro	Contratos de suministro <i>put or pay</i> , <i>put and pay</i> .
Tarifa/Regulatorio	Contratos de venta blindados <i>take or pay</i> , <i>off-takes</i> .
Fuerza mayor	Seguros Comerciales. Cubren daños materiales y lucro cesante ocasionados por eventos de fuerza mayor
Riesgos financieros	Coberturas a través de <i>swaps</i> de tipos de <i>interés</i> o forwards de divisas. Estructura de garantías.

Figura 5. Principales riesgos y sus mecanismos de mitigación

4.5. Especial referencia a la mitigación de riesgos en el marco de una colaboración público-privada

Como quedó señalado en el capítulo II anterior, a través de la colaboración público-privada se persigue aunar los esfuerzos del sector público y del sector privado en lo que a la construcción de infraestructuras y a la provisión de servicios se refiere, implicando a los socios privados en todos los hitos del proceso, de forma que la iniciativa en la promoción del proyecto suele seguir siendo pública²², pero el peso de su desarrollo y puesta en marcha se desplaza hacia el sector privado, que en consecuencia, asume la mayor parte de los riesgos inherentes al proyecto,²³ por ello, la ejecución de Project Finance bajo este modelo contractual y administrativo exige, de forma ineludible, una óptima asignación y distribución de los riesgos entre los distintos participantes.

Las notas características de este tipo de marco contractual son:

- Largo plazo de las relaciones contractuales.
- Recursos financieros provistos íntegramente por el sector privado, o al menos, en una proporción muy mayoritaria.
- Transferencia de la iniciativa a favor del operador económico oportuno.
- Adecuada asignación y distribución de los riesgos inherentes al proyecto.

Como se deduce, el riesgo se convierte en un elemento esencial de las colaboraciones público-privadas. En efecto, la Comunicación Interpretativa de la Comisión Europea sobre las Concesiones en el Derecho Comunitario del 14 de abril de 2.000²⁴ así lo dispone de forma taxativa, convirtiendo este criterio en un elemento de distinción entre el contrato de concesión y todos los demás contratos administrativos, es decir, existirá un régimen concesional si se produce la atribución de la mayor parte del riesgo al sector privado.

En nuestro ordenamiento, el sistema de atribución y reparto de riesgos adquiere su fundamento legal en el artículo 212 de la LCSP, verdadera clave de bóveda de todo el modelo de colaboración público-privada, ya que ofrece el anclaje normativo para la transferencia de riesgos al sector privado. Así, el citado artículo dispone que:

*“La ejecución del contrato se realizará a **riesgo y ventura** del contratista, sin perjuicio de lo establecido para el de obras en el artículo 231, y de lo pactado en las cláusulas*

22 En proyectos en países en vías de desarrollo esta afirmación es discutible, pues es muy habitual que la identificación de necesidades de infraestructura proceda de empresas privadas o entidades multilaterales que proponen a las administraciones de estos países la realización de un determinado proyecto.

23 MELÓN PARDO, C. <<Atribución y reparto de riesgos en el seno de la colaboración público-privada para la ejecución de infraestructuras inmobiliarias>>. Actum Inmobiliario & Urbanismo. Nº 15. Abril-Junio 2011.

24 Para obtener un mayor grado de profundidad sobre esta comunicación recomiendo la lectura del resumen que la propia Unión Europea publica en su página Web de síntesis de legislación.

http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/businesses/public_procurement/l22011_es.htm

de reparto de riesgo que se incluyan en los contratos de colaboración entre el sector público y el sector privado.”

No obstante, la propia ley junto a la práctica contractual de estas operaciones, han sometido este principio a importantes matizaciones que lo han llegado, en opinión de algunos autores, a desnaturalizar.²⁵

En este mismo capítulo, he introducido los principales mecanismos contractuales de mitigación de riesgos que la doctrina identifica como mecanismos secundarios, pues en el contexto de una colaboración público-privada, el mecanismo primario de mitigación de riesgos será el pliego de condiciones que habrá que estudiar con detenimiento, que opera como *contractus lex* del proyecto.

Así pues, todos los riesgos descritos en este capítulo, sin excepción, han de ser asignados y repartidos entre las partes del contrato de colaboración público-privada en base a un axioma fundamental: el riesgo se ha de atribuir a la parte que mejor capacitada esté para gestionarlo, de lo contrario, el fracaso del proyecto está garantizado, al no ser capaz de generar rentabilidad suficiente para el sector privado (entendiendo por éste tanto a los inversores de *equity* como a los prestamistas), ni eficiencia técnica y económica para el sector público.

A modo de resumen, considero oportuno introducir la figura 6, que describe de forma muy ilustrativa los riesgos y esquemas contractuales más utilizados para su mitigación:

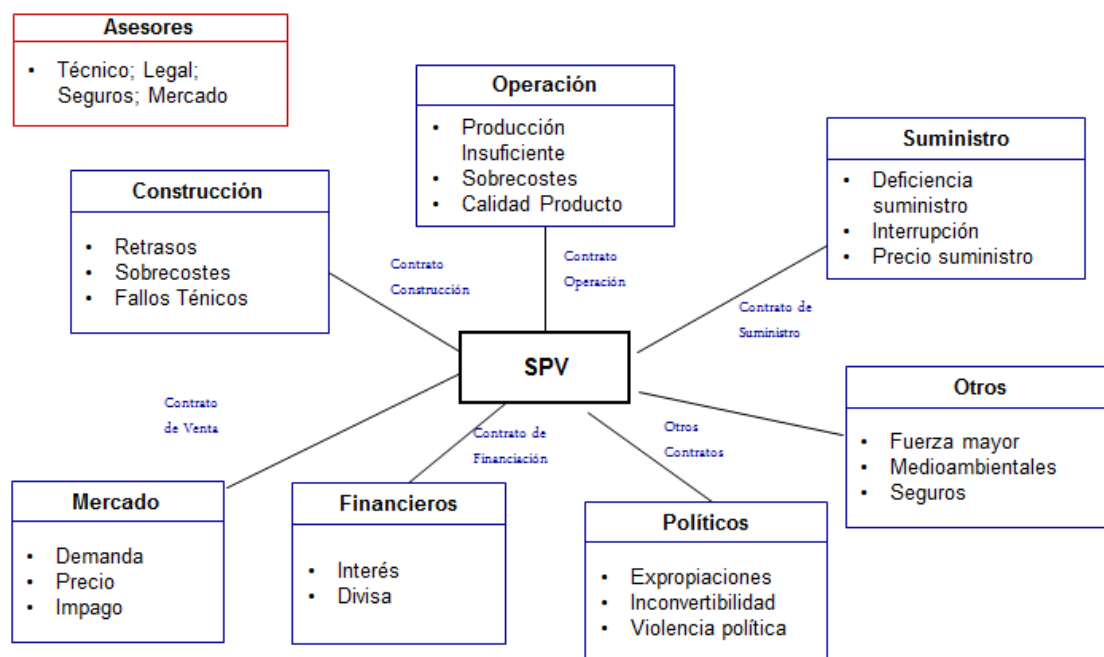


Figura 6. Descripción de riesgos y mecanismos de mitigación

²⁵ MELÓN PARDO, C. <<Atribución y reparto de riesgos en el seno de la colaboración público-privada para la ejecución de infraestructuras inmobiliarias>>. Actum Inmobiliario & Urbanismo. Nº 15. Abril-Junio 2011.

5.- Análisis de un supuesto de hecho. Posible aplicación de cláusulas MAC/MAE, *rebus sic stantibus* o *hardship*

La crisis económica y financiera que azota España desde hace ya casi cinco años, tiene entre otras consecuencias, una importante restricción en el mercado de crédito y un progresivo deterioro de las cuentas de la Administración Pública a todos los niveles.

En este contexto, un mecanismo de financiación como los Project Finance, que fomenta la colaboración público-privada constituye, como he mencionado al inicio de mi estudio, una oportunidad para mantener el compromiso de las administraciones con la dotación óptima de infraestructuras que hagan más competitiva la economía española, salvando al mismo tiempo las dificultades presupuestarias.

Sin embargo, la estructuración de este tipo de financiaciones en una situación como la española, obligan a las entidades financiadoras a realizar un estudio más exhaustivo si cabe de la asignación y distribución de riesgos entre las partes y, sobretodo, de la transferencia de estos del sector público al privado y viceversa.

En este marco, son puestas sobre la mesa de negociación por los bancos, variables que no hace mucho ni siquiera se contemplaban. Las entidades financieras exigen que se articulen mecanismos que activen el vencimiento anticipado o la aceleración del préstamo en caso de insolvencia de la Administración o la salida del Reino de España de la moneda única. Este tipo de mecanismos serán exigidos con mayor frecuencia en caso de recurrir a financiación extranjera.

Es por ello que en España cobra cada vez más importancia la doctrina importada de la práctica anglosajona de los cambios sustanciales adversos, cuya aplicación eficiente cobra una importancia sustancial para la financiación de proyectos en una coyuntura de crisis económica. Se trata de las famosas cláusulas de MAC/MAE, acrónimo inglés de *material adverse change / material adverse effect*.

Estas cláusulas regulan el derecho del financiador de retirarse de una operación en el supuesto de que acontezcan una serie de circunstancias o hechos que afecten o puedan afectar de manera adversa y relevante al valor, al negocio, a las operaciones o a los activos y pasivos de la sociedad objetivo.

Las MAC, muy utilizadas en el contexto de un contrato de compraventa de acciones o *share purchase agreement*, despliegan su eficacia entre la firma del contrato vinculante (*signing*) y la ejecución final de la operación o negocio pactado (*closing*). Este periodo es normalmente conocido como el "período interino" y se abre, por ejemplo, siempre que se pactan condiciones previas al cierre definitivo de la operación²⁶.

Sin embargo, en el contexto de una operación de Project Finance, el riesgo asumido por las entidades de crédito es mayor y se extiende durante toda la vida del préstamo que esta

26 ROIG F. <<Echarse atrás en un contrato>>. El País. 27 de enero de 2008. http://elpais.com/diario/2008/01/27/negocio/1201443267_850215.html

vinculado al *performance* del proyecto. Por tanto, vincular las cláusulas MAC/MAE a un período interino inicial, como en la compraventa de empresas, no satisface los intereses de los bancos.

La redacción de las cláusulas MAC/MAE será el fruto de una negociación entre el financiador y el acreditado. El primero querrá que sea lo más amplia y genérica posible, mientras que el segundo, por su parte, rara vez aceptará una redacción muy genérica y, aunque así lo hiciera, los tribunales de cualquier país serio tenderán a rechazarla o aplicarla de forma restrictiva, en defensa de la seguridad jurídica en la contratación²⁷.

Sin embargo, la práctica contractual incluye estas cláusulas, aún siendo consciente de su, por el momento, difícil aplicación, en un ejercicio de previsión casuística que fortalece la posición negociadora de los bancos. La creación de tendencias contractuales en el mercado de crédito procede de la práctica británica y estadounidense, ellos marcan la referencia. Además, hay que tener en cuenta que los tribunales de los países del *Common Law* son mucho más permisivos en los que se refiere a la admisión de este tipo de cláusulas. A continuación, me permito introducir un esquema de cláusula tipo para su mejor comprensión:

1. En el contrato de financiación se incluyen definiciones, entre las que se encuentra la de “efecto sustancial adverso”:

*"Efecto Sustancial Adverso" significa un efecto negativo y relevante sobre*²⁸:

(a) *el negocio, la actividad comercial, las operaciones, los activos, la situación (financiera o de otro tipo) o las perspectivas [de la Acreditada / de alguna de las sociedades del Grupo / del Grupo en su conjunto];*

(b) *la capacidad [de la Acreditada / de alguna de las sociedades del Grupo] para cumplir con las obligaciones asumidas frente a terceros, incluidas las obligaciones frente a las Entidades Acreditantes derivadas de este Contrato; o*

(c) *la validez o exigibilidad de los derechos o acciones que correspondan a las Entidades Acreditantes en virtud de los Documentos Financieros.”*

2. La anterior definición se vincula, en primer lugar, con la cláusula de declaraciones manifestaciones y garantías del prestatario, que incluye una manifestación que se

²⁷ PEMÁN C. <<Cláusulas MAC, ¿eficaces puertas de escape?>> Cinco Días. 26 de enero de 2009.

²⁸ Modelo de cláusula obtenido gracias a la colaboración de Ander Valverde, abogado del despacho de abogados Pérez Llorca. Madrid.

realiza en la fecha de firma del contrato de financiación y que se entiende repetida durante toda la vida de éste:

*“Es motivo esencial para la prestación por las Entidades Acreditantes de su consentimiento al otorgamiento de los Documentos Financieros y la concesión del Crédito, la realización de las siguientes declaraciones formales por la Acreditada, que manifiesta en este momento que [...] (i) No ha acaecido ningún hecho o circunstancia que constituya un incumplimiento de otros contratos o instrumentos vinculantes para la Acreditada [o cualquiera de las sociedades del Grupo] [y que pudiera tener un Efecto Sustancial Adverso, y (ii) No ha tenido lugar ningún evento que haya ocasionado un **Efecto Sustancial Adverso** en el negocio o la situación financiera o patrimonial de la Acreditada [(o, en su caso, del Grupo)] desde la fecha en que fueron aprobados los [Estados Financieros Originales / ni desde la última fecha de entrega de información financiera.”*

3. La definición del primer punto también se vincula con la siguiente disposición, que expresamente genera un supuesto de resolución contractual cuando se cumple:

“Efecto Sustancial Adverso: Si tiene lugar un hecho o circunstancia que, en opinión de la Mayoría de Entidades Acreditantes, puede tener un [Efecto Sustancial Adverso / efecto sustancial adverso sobre la capacidad de la Acreditada para cumplir sus obligaciones en virtud de los Documentos Financieros].”

De la redacción de la cláusula puede extraerse que, en caso de cumplirse cualquiera de los supuestos descritos, el prestamista tendría derecho a declarar el vencimiento anticipado y hacer valer las garantías si no hubiera fondos suficientes para pagar las cantidades adeudadas en virtud de estos contratos de crédito.

5.1. Supuesto de hecho

Para analizar la aplicabilidad de estas cláusulas, supongamos un proyecto de construcción de una autopista bajo un esquema contractual de colaboración público-privada en el que el riesgo de demanda se mitiga a través de un peaje en sombra o *shadow toll*.

Bajo este esquema, la generación de flujos de caja positivos con los que cubrir el servicio de la deuda estará vinculado a la solvencia de la Administración concedente, a la que se le traslada el riesgo financiero observado desde la perspectiva de las entidades financieras.

Hace no muchos años, este esquema habría ofrecido un confort casi absoluto a las entidades de crédito, pues la capacidad de la Administración para cumplir los compromisos adquiridos no estaba en entredicho.

Además, existían y existen una serie de mecanismos de último recurso que proporcionaban aún más solidez a estas estructuras, por ejemplo, el establecimiento de mecanismos que restablecen el equilibrio económico, como el previsto en la Ley 30/2007 de Contratos del Sector Público en su artículo 258, o en último caso, la responsabilidad patrimonial de la Administración (en adelante, “RPA”).

Por un lado, el restablecimiento del equilibrio económico, tal y como está regulado en la LCSP, constituye un ejercicio por regular la llamada cláusula de *rebus sic stantibus*, cuyo objeto es proceder a la restauración del justo equilibrio de las prestaciones de una concesión ordinaria, en aquellos supuestos tasados²⁹ en los que éste se ve frustrado por motivos ajenos al concesionario. A diferencia de la cláusula de *hardship*, esta cláusula supone un mero reequilibrio de las prestaciones y bajo ningún concepto conducirá a la resolución de la relación contractual de las partes.

Por otro lado, la RPA consiste en la objetivación positiva y contractual del deber jurídico indemnizatorio que pesa sobre la Administración concedente y que le obliga a abonar el importe correspondiente a las inversiones no amortizadas en caso de extinción anticipada del contrato. Este deber jurídico se fundamenta en el principio que prohíbe el enriquecimiento injusto.

A pesar de lo expuesto, la coyuntura económica actual de la Administración española ha generado tal incertidumbre en el sector financiero, que se cuestiona su solvencia.

Por este motivo, es fundamental tener la seguridad de que los mecanismos de gestión de riesgos sí son eficaces, pues existe una elevada posibilidad de que sea necesario activar alguno de ellos. Más si cabe, en un tipo de proyecto, en que el éxito del mismo depende de la demanda, y este riesgo de demanda (y por tanto su viabilidad) está vinculado con la solvencia financiera de la Administración, como es el caso del supuesto objeto de análisis.

En estos casos, se hace imprescindible para lograr “levantar” la financiación, el establecimiento de mecanismos de escape que faciliten la declaración, por parte de las entidades financieras, del vencimiento anticipado de los préstamos. Esta válvula de escape podría ser las cláusulas MAC/MAE explicadas en el epígrafe anterior, aunque su reconocimiento por parte de los tribunales españoles es restrictivo³⁰. No en vano, la justicia española tiende a vincular el vencimiento anticipado casi exclusivamente a la falta de pago, único supuesto de incumplimiento material reconocido.

Hay que tener en cuenta que el Código Civil, en su artículo 1.256 dispone lo siguiente:

“La validez y el cumplimiento de los contratos no pueden dejarse al arbitrio de uno de los contratantes.”

En este sentido, la doctrina mayoritaria ha argumentado que la decisión unilateral por parte de los prestamistas sobre si un determinado evento específico forma parte del supuesto descrito

²⁹ Artículo 258.2 LCSP: Modificaciones del contrato por razones de interés público; Causas de fuerza mayor o actuaciones de la administración que den lugar a una ruptura de la economía del Contrato; Supuestos previstos contractualmente que den lugar a la revisión del contrato.

³⁰ No existe referente jurisprudencial al respecto.

en la cláusula MAC, puede violar el principio general dispuesto en el artículo 1256 del Código Civil, aunque, en mi opinión, permitiría al menos forzar una negociación que reequilibrase los términos contractuales.

En este contexto, los elementos que tiene que contener una cláusula MAC/MAE para disponer de alguna posibilidad de ser reconocida por los tribunales españoles son:

- Tener una operatividad limitada, vinculada con una fase del proyecto concreta en la que los riesgos sean elevados, por ejemplo, desde el inicio de las obras hasta la madurez de la operación. Aunque, el interés de las entidades de crédito será cubrir toda la vida del proyecto.
- Inclusión en la definición de “efecto sustancial adverso” el supuesto de la insolvencia de la Administración concedente y que éste impida el buen fin de la operación.

Redactando esta cláusula con rigor y precisión proporcionaría argumentos razonables para defender su ejecución y solicitar una amortización acelerada de los préstamos. En caso contrario, la financiación bancaria de este tipo de proyectos, habida cuenta que una proporción muy importante procede de entidades financieras extranjeras, se restringirá aún más, limitándose la capacidad de la Administración para cumplir con sus compromisos de construcción de infraestructuras y provisión de servicios que perjudican el bienestar de los ciudadanos.

El ejemplo propuesto está basado en un proyecto real, la autopista Iznalloz-Darro,³¹ que ha fracasado por varios motivos. Entre ellos, uno fundamental fueron los recelos que generaba una hipotética insolvencia de la Administración concedente que no podría, en ese caso, satisfacer el pago de los peajes en sombra, comprometiendo la capacidad de la SPV (consorcio liderado por ACS-Iridium) para devolver el préstamo. Las entidades financieras, entre ellas el Banco Espirito Santo y el Banco Europeo de Inversiones, mostraban su preocupación por ese hipotético *default* de la Administración, que en este caso era la Junta de Andalucía, ya que no se disponía de herramientas que asegurasen, en sede contractual, el vencimiento anticipado del préstamo.

De existir jurisprudencia favorable a la aplicación de este tipo de cláusulas, la financiación hubiera sido otorgada y la autovía podría estar construyéndose con la consecuente generación de riqueza y bienestar que ello conlleva, aunque obviamente en perjuicio de la seguridad jurídica en materia contractual.

5.2. Una alternativa a la restricción del mercado de crédito. Los *Projects Bonds*

Se ha comprobado como las incertidumbres que genera la crisis financiera han cerrado el mercado de crédito bancario para este tipo de financiaciones y, aunque existen mecanismos

³¹ Para más información: <http://www.laopiniondegranada.es/provincia/2012/11/07/obras-autovia-iznaloz-darro-fecha-prevista-comenzar/325739.html>

contractuales que pueden aportar soluciones, buscar alternativas de financiación puede ser la salida a las objeciones impuestas por los financiadores tradicionales.

Este esquema de financiación es más caro que la financiación tradicional cuando se trata de un proyecto nuevo, pues los tenedores exigirán mayores rentabilidades que las entidades de crédito. Ahora bien, reducirán la exposición de estas últimas, tanto en cantidad aportada como en permanencia en el proyecto.

Desde el punto de vista legal no suponen ningún problema, pues los mecanismos de financiación previstos en la LCSP no constituyen un *numerus clausus* y, además, se prevé la Titulización, una modalidad de *Project Bond*.

Además, países de nuestro entorno ya han tenido experiencia en este tipo de financiaciones, por lo que no sería costoso adquirir el *expertise* exigido para su correcta estructuración. Por otro lado, importantes empresas españolas como Ferrovial-Agroman han ejecutado Project Finance recurriendo a la refinanciación de los mismos a través de Project Bonds como por ejemplo en las autopistas que construye y/o gestiona en Texas.³²

Parece por tanto, que el futuro de este tipo de financiaciones está garantizado, pues la Comisión Europea, conjuntamente con el Banco Europeo de Inversiones, ha puesto en marcha la denominada *Euro 2020 Project Bond Initiative* con el objetivo de estudiar las diversas fórmulas que permitan financiar el desarrollo de infraestructuras mediante la emisión por empresas privadas de bonos que cuenten con el respaldo de las instituciones europeas. Las primeras conclusiones de este estudio han generado mucha expectación entre los actores de este sector, que ven en esta alternativa una vía para seguir operando en los mercados más consolidados, que ahora atraviesan por momentos difíciles.

6.- Papel del abogado en un proyecto de Project Finance

La asesoría legal desempeña un rol esencial en la estructuración de los proyectos de Project Finance en general y de las colaboraciones público-privadas financiadas bajo este esquema en particular.

Es evidente que dada la envergadura de estos proyectos, es preciso contar con un buen equipo de abogados de naturaleza multidisciplinar que sea capaz de asesorar a cada participante sobre el marco legislativo que afecte al proyecto, defina las relaciones contractuales y los riesgos que se corren en cada tipo de contrato y determine las implicaciones fiscales de la estructura elegida.

No obstante, la participación de los abogados no suele iniciarse desde una fase inicial o previa, en la cual los asesores financieros que definen el caso base y los asesores técnicos que evalúan las opciones tecnológicas a disposición, juegan un papel muy relevante. Los abogados

³² Autopistas operadas por Ferrovial en Texas y financiadas a través de bonos de proyecto: SH 130, LBJ y NTE.

se incorporan a este equipo directivo una vez determinada la iniciativa para ejecutar el proyecto.

Así pues, las principales funciones de los abogados en este tipo de proyecto son:

- Asistencia en los estudios de viabilidad del proyecto
- Asistencia a la autoridad pública en la emisión de los poderes necesarios para entrar en la relación contractual y de la viabilidad legal del proyecto.
- Desarrollo de la documentación contractual del proyecto.
- Asistencia en aspectos legales de la preparación la ruta de contratación y de documentos de licitación y ofertas.
- Preparación de requisitos legales y contractuales para la emisión de contratos.
- Asegurarse de que las ofertas cumplan los requisitos legales y contractuales.
- Evaluar y aconsejar sobre todos los procesos y soluciones legales y contractuales a través de toda la fase de contratación.
- Realización de *Due Dilligence* legal de las ofertas
- Proporcionar ayuda en la clarificación y ajuste de aspectos legales.

7.- Conclusiones

En conclusión, la gestión de riesgos se revela uno de los aspectos cruciales para el éxito de un Project Finance. En primer lugar, la correcta identificación de los mismos a través de diversas herramientas adecuadas al tipo de proyecto, será fundamental a la hora de atribuir los riesgos a las partes en un momento posterior.

Pueden articularse distintos mecanismos de mitigación de riesgos, entre los cuales la estructura contractual se erige en una de las más eficaces para distribución de riesgos entre las partes. Ahora bien, en España, la práctica jurisprudencial no admite determinadas cláusulas que exigen en la actualidad las entidades financieras para comprometerse con un proyecto, como son las cláusulas de MAC/MAE, que permiten a una de las partes desvincularse del contrato en caso de producirse el evento material adverso en ellas descrito.

En una coyuntura económica como la actual, en la que la solvencia de la Administración está en entredicho y su presencia ya no es garantía del pago del crédito, es necesario que se implementen cláusulas eficaces que permitan que los bancos puedan financiar sin riesgo o con riesgo moderado proyectos de este tipo. Por este motivo, se están desarrollando alternativas como los Project Bonds, y es posible que la inclusión generalizada de las mencionadas cláusulas en los contratos bancarios por influencia de la práctica bancaria estadounidense y británica, acabe por producir una flexibilización en la jurisprudencia española y en la interpretación por la misma del 1256 Cc.

En definitiva, a pesar del momento histórico que atravesamos, las oportunidades que el derecho y las finanzas proporcionan, deben hacernos ser optimistas, pues existen alternativas y soluciones a las dificultades actuales, solo debemos tratar de impulsarlas, ya que, como dice el famoso escritor:

“Miremos más que somos padres de nuestro porvenir que no hijos de nuestro pasado”.
Miguel de Unamuno (1864-1936).

Bibliografía

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C, & Allen, Franklin(2007). *Principios de finanzas corporativas*. Octava edición. Mc GrawHill.

Gatti S.(2008) *Project Finance in theory and practice*. Second Edition. AP. 2008

Hoffman, Scott L.(2008), *The Law and Business of International Project Finance*. Third Edition. Cambridge University Press.

Jiménez Sánchez, Guillermo J.(2011) *Lecciones de Derecho Mercantil*. Tecnos.

Lacruz Berdejo, Jose L (2004) *Nociones de derecho civil patrimonial e Introducción al derecho*. Madrid. Cuarta edición. Dykinson.

Vaño Vaño, María José,(2002) *El contrato de Project Finance*. Valencia. Tirant Lo Blanch.