
ESTRUCTURACIÓN DE PROYECTOS DE INVERSIÓN BAJO PROJECT FINANCING

HÉCTOR SAN MARTÍN INZUNZA
Departamento de Economía y Finanzas
Universidad del Bío-Bío
hsmartin@ubiobio.cl

RESUMEN:

Cuando una empresa emprende un proyecto, la regla básica aplicable consiste en que la rentabilidad del mismo no disminuya el valor de la empresa. Esto que parece simple, en la práctica es bastante más complicado, puesto que, además del riesgo y rentabilidad del proyecto, la empresa debe respaldar el financiamiento, lo que no sólo implica entregar activos en garantía, sino que también arriesgar sus propios flujos.

Un mecanismo que permite obviar el problema señalado es el conocido como Project Financing, habida consideración que esta es una modalidad para financiar proyectos consistentes en que los financistas se sienten confortables con los flujos de caja previstos para el proyecto; tales flujos se consideran como la fuente para el pago de la deuda y los activos del proyecto constituyen la principal garantía para quienes prestan el dinero.

De lo dicho se desprende que una de las claves del Project Financing radica en que el proyecto sea capaz de generar por sí mismo un flujo de caja suficiente para los socios (patrocinantes o sponsors) y para los prestamistas (o lenders). En otras palabras, el proyecto que se financiará debe ser rentable y tener sentido económico, de manera que los socios tengan real interés en implementarlo y operarlo y que los prestamistas sientan que el proyecto es suficiente como única fuente de pago de su deuda. Un segundo aspecto, no menos importante que el anterior, es el relativo a las garantías involucradas; esto se refiere a que, al estructurar un Project Financing, se busca aislar el riesgo del nuevo negocio del resto de las actividades de los socios, independizándolo legal, comercial y financieramente. Por lo tanto, los socios en este esquema no están dispuestos a entregar en garantía nada más que los bienes del propio proyecto (hipoteca sobre el terreno, prenda sobre los equipos, prenda sobre el inventario de los productos, etc.). Se producen en esta forma

intereses encontrados entre los socios del proyecto - que desean minimizar las garantías a entregar - por una parte, y los prestamistas - que desean obtener las máximas garantías, por otra - materia que debe ser resuelta durante la estructuración del financiamiento. En la práctica y según sea el caso, es común que los socios entreguen ciertas garantías extraproyecto y que éstas garantías sean limitadas en el monto y en el tiempo (normalmente acotadas al período de Completion¹)

En Chile, importantes empresas han visto la luz gracias a este mecanismo de financiamiento. En efecto, y sólo a modo de ejemplo, los siguientes proyectos se han financiado mediante Project Financing: Minera La Escondida, Celulosa del Pacífico, Quebrada Blanca, Empresa Minera El Abra, Minera La Candelaria, Doña Inés de Collahuasi, Petropower, Petroquim y Minera Los Pelambres.

Finalmente, debe tenerse presente que el Project Financing es el mecanismo de financiamiento adecuado cuando se requiere aislar el riesgo del proyecto del resto de las actividades de la empresa. De igual forma, es importante la estructuración bajo Project Financing cuando se requiere saber exactamente cuánto se invierte en un proyecto y cuánto rentará, sin contaminarse con los flujos de ingresos y egresos de toda empresa, como sucede en el caso de los financiamientos corporativos, que entran al flujo completo de la compañía. Incluso en algunos países, donde no es tan claro el esquema operativo de las compañías, los prestamistas prefieren otorgar fondos a un Project Financing más que a una empresa en marcha, ya que de esta forma conocen exactamente donde se invertirán sus fondos y cuáles serán sus retornos.

PALABRAS CLAVES: Financiamiento, Proyectos, Estructuración de deuda.

1. INTRODUCCIÓN

Los cambiantes mercados actuales y la fuerte competitividad de éstos generan inestabilidad en el ciclo de vida de las empresas, por lo cual éstas deben estar en constante investigación y desarrollo de nuevos proyectos para poder sobrevivir; estos proyectos, por su envergadura, en muchas ocasiones y con independencia de su rentabilidad, se ven postergados debido a que para las empresas patrocinantes es muy difícil financiarlos o resulta muy riesgoso comprometerse para lograr los fondos requeridos para el desarrollo de éstos. Surge entonces la necesidad de buscar otras alternativas, una de las cuales consiste en estructurar el proyecto bajo la modalidad de Project Financing.

El presente trabajo tiene como objetivo dar a conocer esta metodología para estructurar proyectos de inversión y que ha sido poco divulgada en el ambiente académico, por haberse desarrollado, fundamentalmente, en el terreno práctico. Para ello, se presentan los aspectos conceptuales y operativos de este mecanismo de financiamiento de inversiones, que se ha convertido en una opción importante a la hora de estructurar proyectos de gran magnitud. Por otra parte, dada la competencia y globalización de los mercados actuales, obtener financiamiento a bajos costos, con largos períodos de pago de la deuda y, en general, en buenas condiciones, pasa a ser una necesidad estratégica de las empresas; por lo tanto, resulta de primera importancia disponer de un adecuado conocimiento de las alternativas existentes para el financiamiento de grandes proyectos de inversión.

En efecto, en Chile, el Project Financing ha sido uno de los esquemas más usados para financiar proyectos de inversión de gran envergadura en los últimos años; desde el proyecto minero La Escondida, en 1983, hasta los proyectos del sector industrial petroquímico desarrollados en la octava región, tales como Petropower y Petroquim, en industrias, y, respecto a concesiones, los tramos que constituyen la carretera Ruta 5 entre La Serena y Puerto Montt en nuestros días.

¹ Terminación o cumplimiento de la construcción del proyecto. Se materializa en una evaluación, denominada completion test.

2. ASPECTOS CONCEPTUALES DEL PROJECT FINANCING.

2.1 Concepto: Para los profesionales asociados al tema, se entiende por Project Financing la modalidad de financiamiento de una unidad económica, o proyecto, en la que los financistas se sienten confortables con el flujo de caja proyectado para el mismo, el que representa la fuente de repago de la deuda y en el cual los activos del proyecto constituyen la principal garantía para dichos prestamistas. La decisión de estructurar el financiamiento bajo project financing se toma, generalmente, en la etapa del estudio de factibilidad, lo cual significa que no se tiene certeza del resultado operativo que se alcanzará cuando se inicie el funcionamiento de las nuevas instalaciones. Lo anterior envuelve, al menos, dos importantes aspectos, a saber:

- a) **Unidad económica y flujo de caja:** Una de las claves de un project financing es que el proyecto sea capaz de generar por sí mismo un flujo de caja suficiente para los socios (patrocinantes o sponsors) y para los prestamistas (o lenders). En otras palabras, el proyecto que se financiará debe ser rentable y tener sentido económico, de manera que los socios tengan real interés en implementarlo y operarlo y que los prestamistas sientan que el proyecto es suficiente como única fuente generadora de flujos para el pago de su deuda.
- b) **Garantías:** El segundo aspecto a que se hizo referencia tiene que ver con las garantías involucradas como respaldo del financiamiento, puesto que, al estructurar un project financing, se busca aislar el riesgo del nuevo negocio del resto de las actividades de los socios, independizándolo legal, comercial y financieramente. Por lo tanto, los socios en este esquema no están dispuestos a entregar en garantía nada más que los bienes del propio proyecto (hipoteca sobre el terreno, prenda sobre los equipos, prenda sobre el inventario de los productos, etc.). Se producen en esta forma intereses encontrados entre los socios del proyecto - que desean minimizar las garantías a entregar - por una parte, y los prestamistas, que desean obtener las máximas garantías, por otra, materia que debe ser resuelta durante la estructuración del financiamiento. En la práctica y según sea el caso, es común que los socios entreguen ciertas garantías extraproyecto y que estas garantías sean limitadas en el monto y en el tiempo (normalmente acotadas al período del completion). Como se ve, resulta fundamental que el proyecto cuente con el respaldo o garantía de sus dueños o sponsors, quienes podrán verse en la necesidad de responder a los lenders por las obligaciones que se haya generado.

En resumen, el project financing es el mecanismo de financiamiento adecuado cuando se requiere aislar el riesgo del proyecto del resto de las actividades de la empresa. De igual forma, es importante la estructuración del financiamiento bajo este esquema cuando se requiere saber exactamente cuánto se invierte en un proyecto y cuánto rentará, sin contaminarse con los flujos de ingresos y egresos de toda la empresa, como sucede en el caso de los financiamientos corporativos, que entran al flujo completo de la compañía. Incluso en algunos países, donde no es tan claro el esquema operativo de las compañías, los prestamistas prefieren otorgar fondos a un project financing, más que a una empresa en marcha, ya que de esta forma conocen exactamente donde se invertirán sus fondos y cuales serán sus retornos.

De aquí se desprende que, antes de aprobar el financiamiento de un project financing, es necesario que los potenciales prestamistas o senior lenders lleven a cabo un riguroso examen de las variables fundamentales del proyecto, tales como factibilidad técnica, viabilidad económica, solvencia de los sponsors (que garantizarán los créditos durante la etapa de construcción del proyecto), condiciones futuras del mercado del producto o servicio (para asegurarse que generará flujos suficientes para servir adecuadamente la deuda contraída durante su materialización) y volumen de las operaciones que se generará.

Algunos de los principales proyectos que han recurrido a este mecanismo de Project Financing, desarrollados en Chile, han sido:

Proyecto	Actividad
1.- La Escondida	Minería
2.- Celulosa de Pacífico	Celulosa
3.- Quebrada Blanca	Minería
4.- El Abra	Minería
5.- Candelaria	Minería
6.- Doña Inés de Collahuasi	Minería
7.- Petropower	Energía
8.- Petroquim	Petroquímica
9.- Los Pelambres	Minería

Fuente: Publicación Enap 1998

El primer project financing desarrollado en nuestro país fue el proyecto minero de La Escondida, en el año 1983.

De los proyectos listados, la Minera Doña Inés de Collahuasi, ubicada a unos 200 km. al interior de Iquique, es hasta hoy el project financing más grande desarrollado en Chile, con una inversión de 1.770 millones de dólares. De esta suma, 740 millones de dólares (42%) fueron aportados como capital por los socios y 1.020 millones de dólares (58%) se obtuvieron mediante créditos.

A escala internacional, uno de los project financing más grandes que se ha desarrollado, hasta hoy, es el Oleoducto TransAlaska que cruza un territorio de 800 millas de norte a sur y cuya inversión ascendió a 7.700 millones de dólares. Según McKinney, una empresa internacional de servicios financieros, los proyectos que suelen estructurarse bajo el esquema de project financing son los relacionados con refinerías de aluminio, fabricación de productos químicos, generación eléctrica, plantas procesadoras de alimentos, procesamiento de minerales, instalaciones mineras, producción de gas y petróleo, refinerías de petróleo, centros de telecomunicaciones, plantas para tratamiento de residuos y plantas para tratamiento de agua.

2.2 Objetivos: Los principales objetivos de la estructuración de proyectos de inversión bajo project financing, para el logro de un proyecto exitoso, se encuentran asociados a tres aspectos muy relevantes para su desarrollo.

- a) **Maximizar el retorno de los socios:** Este primer aspecto contempla conseguir financiamiento atractivo, entendiendo por este concepto, bajas tasas de interés y largos plazos de pago de la deuda, protección frente a malos periodos y la posibilidad de obtener dividendos tempranamente.
- b) **Asegurar el financiamiento del proyecto:** El segundo aspecto considera el acceso a mejores fuentes de fondos, minimizar la tasa de interés asociada, mejorar las condiciones de los financistas de manera de respaldar su posición, optimizar el apalancamiento financiero y la posibilidad de renegociación de la deuda luego de haber terminado la etapa de construcción y puesta en marcha del proyecto.
- c) **Optimizar la asignación del riesgo:** El tercer aspecto considera los principales riesgos asociados a un project financing e intenta determinar las etapas en las cuales será necesario asignar mecanismos de mitigación, de manera de poder evitar que se materialice el riesgo asociado.

2.3 Ventajas: A continuación se describen las principales ventajas del project financing:

- a) Posibilidad de aislar el nuevo negocio del resto de las actividades de los socios, disminuyendo el riesgo comercial asociado y permitiendo que el balance de cada uno de ellos no contenga estos negocios que inicialmente pueden ser más riesgosos que sus demás actividades.

-
- b) Alto nivel de endeudamiento (apalancamiento financiero) del proyecto, lo cual es aceptado por los prestamistas y significa una mayor rentabilidad para los fondos aportados como capital por los socios. Esto representa, además, la posibilidad de aprovechar mejor el capital disponible, abordando nuevos negocios que de otra forma no podrían ser desarrollados por la empresa, dando lugar en este caso a que fuesen hechos por otras empresas del sector.
 - c) Posibilidad de asignar los riesgos del proyecto y la rentabilidad del mismo a todos los involucrados.
 - d) Permite desarrollar un proyecto, aunque alguno de los socios esté en situación financiera relativamente débil.

Por otra parte, los financiamientos corporativos tienen algunas desventajas en comparación con los project financing, tales como:

- i) No permiten separar el riesgo del proyecto del resto de la empresa, lo que, en caso de problemas, puede arrastrar a toda la compañía.
- ii) El resultado o flujo de caja del proyecto es reinvertido comúnmente en otros proyectos de la compañía, sin que los socios tengan la opción de retiro de utilidades o de asignar, mediante mecanismos financieros, las mejores inversiones.
- iii) Se entrega menos información a los socios sobre el avance y los resultados del proyecto, como consecuencia de que éstos, por estar financiados corporativamente, se incorporan en las demás actividades de la compañía.
- iv) Se ocupa parte de la capacidad de endeudamiento de la empresa; además, el endeudamiento máximo que se logra no depende directamente de las cualidades del proyecto, sino de la capacidad que en ese momento tenga la empresa para contraer compromisos financieros.
- v) La asociación con terceros es más difícil, como también lo es compartir las responsabilidades y los riesgos.
- vi) Es más difícil modelar el proyecto, estudiar sus sensibilidades y luego controlar los resultados en función de la situación base del proyecto.
- vii) Es difícil usar esquemas de deuda subordinada de los socios para respaldar directamente el proyecto.

En algunos casos, proyectos que se estructuraron financieramente como project financing (Minera La Escondida o Candelaria) continuaron realizando expansiones a través de financiamiento corporativo.

En Chile se otorgan préstamos corporativos de todos los montos, los que son financiados mayoritariamente por instituciones financieras establecidas en el país. Sin embargo, algunos de los financiamientos más importantes obtenidos en los últimos años tienen su origen en los mercados de capitales de los países desarrollados, mediante la sindicación de créditos o la emisión de bonos. Endesa, Enap, CTC, BCI, Chilgener, Codelco, CAP, Enersis, Santa Fe, Empresas CMPC, Banco del Estado, Emel, Mantos Blancos, Banco de Chile y muchas otras empresas han acudido a los mercados de capitales de países desarrollados para obtener financiamiento corporativo, a tasas que en general son de Libor más un porcentaje, habitualmente inferior al 0,6%.

2.4 Desventajas: El mecanismo de financiamiento que se analiza también presenta algunas desventajas, las que se describen seguidamente:

- a) Es un tipo de financiamiento más complejo de estructurar y más caro que los financiamientos tradicionales; por consiguiente, se requiere de proyectos de cierto tamaño, que justifiquen los costos fijos involucrados.
- b) Por su estructuración, se requiere, para muchas materias, el consentimiento de todos los socios, lo cual puede hacer más lento y engorroso el desarrollo del proyecto.
- c) Dado que en un project financing los prestamistas son los que aportan la mayor parte de los recursos financieros y que inicialmente sólo cuentan con un conjunto de contratos para respaldar su préstamo, revisarán directamente y a través de sus asesores, todos los aspectos del proyecto y tratarán siempre de tomar todos los resguardos necesarios para garantizar el retorno de sus fondos.

3. PARTICIPANTES DE UN PROJECT FINANCING

De lo dicho anteriormente, se desprende que es importante para el éxito de un Project Financing la calidad de los participantes; en general, cada uno de ellos puede añadir un riesgo adicional al proyecto o contribuir a que sea más confiable y seguro para todas las partes involucradas. Por tal motivo, a continuación se entrega una descripción sucinta de cada participante y el rol que le corresponde:

- a) **Socios del Proyecto:** Son los patrocinantes o dueños, también llamados sponsors²; son los que aportan el capital, o equity, del proyecto y las eventuales garantías extraproyecto que los prestamistas pudieran requerir. Se rigen principalmente por los estatutos sociales de las empresas (by-law) y por el pacto de socios (que establece los derechos y deberes de cada uno de ellos). Entre los principales aspectos que se establecen en el pacto de socios, figuran la obligación de permanencia de todos o algunos de ellos, la venta de participaciones y la incorporación de nuevos socios, los que tienen derecho a voz y a voto, la forma del control del proyecto por parte de uno o más socios, la forma de efectuar los aportes extraordinarios de capital y las políticas de retiro de utilidades entre otras materias. Los socios tienen un papel importante, pues son los que conocen el negocio y deben entregar esos conocimientos a los prestamistas.
- b) **Prestamistas:** Les corresponde aportar los fondos adicionales a las contribuciones de capital de los socios. Normalmente y dependiendo de la naturaleza del proyecto, los prestamistas aportan entre un 60% y un 80% del costo total requerido; pueden ser un sindicato de bancos (a través de un loan agreement³), instituciones como compañías de seguros, fondos de pensiones y similares (en tal caso, la operación se denomina private placement o colocación privada), instituciones de leasing, proveedores de equipos o una combinación de las fuentes anteriores o de otras. El uso de una u otra fuente dependerá del costo y condiciones de los fondos en ese momento, del plazo de repago que necesite el proyecto y de las posibilidades para negociar la deuda después del completion date (fecha de término de la construcción y puesta en marcha). Así, por ejemplo, cuando se requieren plazos más largos de repago se recomienda recurrir a private placement y, para proyectos que tienen mayor rentabilidad, y por tanto que requieren de un menor plazo, créditos sindicados de bancos. También se les llama lenders y, si son los principales, su denominación es de senior lenders.
- c) **Proveedor de la Materia Prima:** Es la entidad que tiene como objetivo asegurar, a través del contrato de suministro de materia prima, que el proyecto tenga un suministro confiable de ésta, al menos durante el período de repago de la deuda, a precios de mercado y con fórmulas de precios preestablecidas.

² En este trabajo se incluye la terminología en inglés, en consideración a que en este mecanismo de financiamiento, normalmente, participan instituciones internacionales.

³ Acuerdo entre dos o más bancos para realizar un préstamo.

- d) **Otros Proveedores:** Tienen el mismo sentido de los proveedores de materia prima; si existen recursos que son escasos para un determinado proyecto, por ejemplo agua, energía, gases, transporte, etc., debe contarse con un suministro en términos similares a los del contrato de materia prima (seguridad de abastecimiento de mediano o largo plazo a precios preestablecidos).
- e) **Comprador/Distribuidor de la Producción:** La participación de un comprador tiene como objetivo asegurar la venta de los bienes que producirá el proyecto y, por tanto, se le exige solvencia, conocimiento del mercado al cual se espera llegar y capacidad para comprar o para distribuir los productos y, en algunos casos, otros tipos de garantías corporativas. Los contratos de venta son principalmente del tipo take or pay⁴ (a través del cual se asegura comprar toda o parte de la producción del proyecto a un precio prefijado) u off take (en el que el comprador o distribuidor se compromete a comprar la producción al precio vigente en cada momento en el mercado, es decir, el riesgo de precio de venta lo toma el proyecto).
- f) **Contratista Principal:** Tiene la responsabilidad de construir las plantas, edificaciones e instalaciones que comprende el proyecto; por consiguiente, debe ser una firma solvente, conocida internacionalmente y con experiencia demostrable en la construcción del tipo de proyecto de que se trate. Idealmente, y como se ha mencionado previamente, debe contarse con un contrato de construcción (project agreement o construction agreement) lo más amplio posible, del tipo lump sum turn key (suma alzada y llave en mano). El contratista principal normalmente subcontrata o se asocia a una empresa en Chile para el montaje de la planta, pero su responsabilidad total ante el proyecto permanece.
- g) **Licenciador:** La inclusión de este participante tiene como objetivo proveer, a través del licence agreement (contrato para obtener la licencia tecnológica) la tecnología que requiere el proyecto para operar. Incluye, a veces, la asesoría técnica durante la operación, capacitación inicial del personal del proyecto y actualizaciones sobre mejoras tecnológicas. La tecnología debe ser completamente probada comercialmente y competitiva a la vez; de otro modo surgiría otro riesgo (technology risk) y los prestamistas exigirán garantías adicionales por el mismo.
- h) **Operador-Mantenedor de la Planta:** En algunos proyectos la operación o mantención, o ambas, de las instalaciones se efectúan mediante un contrato con terceras partes, a menudo alguno de los socios del proyecto. El operador y/o mantenedor debe demostrar experiencia en las tareas que se le asignarán en el proyecto.
- i) **Agente Arreglador:** Es el banco o institución que se encarga de liderar el proceso de colocación del crédito entre las entidades financieras participantes. Esta institución, en el caso de los créditos sindicados, negocia con los socios del proyecto los "términos y condiciones" (el resumen de las condiciones del financiamiento acordado se denomina term sheet) y el contrato de financiamiento. Las entidades financieras cobran fees (son los precios o tarifas que cobran por sus diferentes servicios), que, en general, son un porcentaje de los fondos que se deben conseguir para el proyecto. Los socios eligen al arreglador de acuerdo con la confianza y con los costos que cobre por sus servicios.
- j) **Servicios de Hedging:** En algunos proyectos con tasas de interés variable es necesario, para proteger a los socios y a los prestamistas de la volatilidad o variabilidad de ellas, la contratación de un swap, de manera de tener una tasa de interés fija. En un contrato de este tipo, el proyecto y una empresa especializada acuerdan por un cierto período intercambiar sus riesgos de tasa de interés, pagándole el proyecto para que dicha compañía asuma el riesgo de la volatilidad de las tasas. Esquemas similares pueden usarse para protegerlo frente a las variaciones de cambio de moneda (por ejemplo cuando el proyecto recibe ingresos en dólares y debe pagar sus costos operativos en pesos) y también para protegerse de los riesgos de precios en algunos mercados de commodities (productos estandarizados que no tienen mayor diferenciación tecnológica o de otro tipo, como por ejemplo el cobre).

⁴ Tomar o pagar. Este tipo de contrato se describe en el capítulo de las garantías.

- k) **Asesores Financieros:** Son contratados por los socios del proyecto y su trabajo consiste en analizarlo financieramente y estructurarlo de manera que sea atractivo para los posibles prestamistas; les corresponde diseñar la estrategia de financiamiento y su objetivo final es asegurar las mejores condiciones que permita el mercado. A veces, el asesor financiero puede ser, además, el agente arreglador del crédito.
- l) **Asesores Legales:** Tanto los socios como los financistas deben disponer de equipos de abogados con amplia experiencia en la estructuración de estas complejas formas legales. Además de asesorarlos en las negociaciones, deben preparar los contratos, que luego serán revisados por la contraparte; esto supone un acabado conocimiento de la legislación aplicable en las circunstancias. Si bien estos asesores son contratados por los socios y los prestamistas, individualmente, ambos son pagados por el proyecto.
- m) **Consultores de Mercado:** Los prestamistas exigen este tipo de consultores para que analicen, desde sus puntos de vista, el mercado de las materias primas y la racionalidad de las proyecciones relacionadas con el mercado del producto. En el fondo, se trata de precisar la capacidad del proyecto para generar el flujo de caja proyectado.
- n) **Consultores de Seguros:** Son especialistas contratados por los prestamistas y su trabajo consiste en verificar que el plan de seguros preparado por el proyecto, tanto para su período de construcción como para el de operación, sea suficiente para proteger los bienes del mismo.
- o) **Expertos Técnicos:** Son contratados por los prestamistas y se encargan, en la etapa de estructuración, de examinar la racionalidad técnica del proyecto, como, por ejemplo: que se pueda construir con el presupuesto previsto y dentro de los plazos establecidos en los contratos de construcción y puesta en marcha; además, que la tecnología ofrecida pueda lograr la calidad prevista y los rendimientos establecidos por el licenciador. Durante la etapa de construcción y puesta en marcha, verifican el avance del proyecto y el cumplimiento de todas las normas de seguridad, calidad y medioambientales; por último, durante la operación, y mientras exista la deuda, certifican que el proyecto esté siendo bien manejado. También es posible que actúen como árbitros ante eventuales desacuerdos que surjan entre las partes, respecto del cumplimiento de ciertos acuerdos o del desarrollo del proyecto.

Finalmente, cuando se recurre a créditos sindicados, los bancos cobran ciertos derechos o tarifas, denominadas fees, entre los cuales deben mencionarse los siguientes:

- **Success Fee:** Se cobra durante el proceso de estructuración y hasta el cierre financiero del proyecto por la asesoría de la institución financiera.
- **Underwriting:** Por esta tarifa adicional el banco arreglador se compromete a colocar el 100% de los fondos necesarios, bajo las condiciones normales de mercado. El banco estructurador venderá luego parte de esta deuda a otros bancos.
- **Commitment Fee:** Se cobra durante el período de desembolsos por los saldos reservados pero aún no girados del préstamo, en el período de construcción y puesta en marcha del proyecto.
- **Agent Fee:** Lo cobra el banco agente por realizar el trabajo administrativo del préstamo, es decir desde el primer año de desembolsos hasta el último año en que exista deuda.
- **Collateral Fee:** Es un honorario por los servicios derivados de la administración de las garantías del proyecto.

4. ESTRUCTURACIÓN Y ETAPAS DEL PROJECT FINANCING

Dentro del desarrollo de un Project Financing como un todo, pueden distinguirse, genéricamente, tres etapas básicas:

- a) Estructuración misma del proyecto.
- b) Construcción y puesta en marcha del proyecto.
- c) Operación de la planta o proyecto.

a) **Estructuración del proyecto:** En un project financing todos los gastos de desarrollo del proyecto, así como los gastos derivados de la estructuración legal y financiera, más los intereses y gastos financieros que se producen durante el siguiente periodo de construcción y puesta en marcha, se capitalizan y son considerados parte de la inversión inicial del proyecto. También en esta fase, se deben negociar los acuerdos de suministro de materia prima, de construcción del proyecto, de mantención, de comercialización de los bienes que se producirán, de operación y mantención, de licencias y financiamiento, entre los más importantes. Un project financing supone la existencia de contratos muy firmes, que den confianza a los prestamistas de que el proyecto puede seguir operando y generando caja bajo diversos escenarios. Asimismo, en este período, en forma paralela con las actividades anteriores y con la ayuda de los asesores financieros, debe desarrollarse la estrategia de financiamiento del proyecto. Una vez puesta en marcha la estrategia, el proyecto es "ofrecido" a los potenciales prestamistas interesados, ya sean bancos u otras instituciones, a través del documento denominado "information memorandum" y de las reuniones con las instituciones financieras, denominadas "road show", en las cuales se les presenta el proyecto enfatizando sus fortalezas y virtudes y cómo se han cubierto los principales riesgos asociados al mismo.

Esta parte concluye con el cierre financiero del proyecto (financial closing), fecha en la que deben estar firmados, entre otros, el pacto de socios, todos los contratos entre el proyecto y las terceras partes, estar emitidas las opiniones solicitadas por los prestamistas sobre la legalidad de los documentos del proyecto y acordado, además, entre el proyecto y los prestamistas el "caso base" del modelo de evaluación económica (el escenario más probable a ocurrir), el cual servirá como pauta para efectuar durante el período siguiente los desembolsos y el análisis del rendimiento del proyecto.

Dentro de esta etapa es posible diferenciar un grupo importante de tareas que deben cumplirse, las más importantes de las cuales son:

- **Estudio de factibilidad:** La preparación de este estudio es clave, toda vez que permitirá decidir sobre la ejecución del proyecto y entregará a los dueños una certeza razonable sobre el retorno esperado de la inversión que planean realizar.
- **Búsqueda de potenciales financistas:** Esta es una de las actividades críticas de un project financing, dado que sólo un buen resultado permitirá llevar adelante el desarrollo de la idea; en este sentido, el rol del asesor financiero es fundamental, sobre todo en lo que respecta al conocimiento del mercado y de los organismos financieros.
- **Documentación del proyecto:** Esta documentación detallada de los aspectos básicos del proyecto será revisada por los potenciales prestamistas, durante el proceso de due diligence⁵, en el cual recorrerán cada uno de los detalles relacionados con el diseño del proyecto. En general, este proceso es respaldado por los ingenieros independientes o expertos técnicos.
- **Compromiso con los financistas principales:** Corresponde a la negociación inicial con los principales prestamistas, denominados "senior lenders" y se materializa en un documento llamado carta de compromiso o carta de intención (commitment letter, en inglés). En lo fundamental, permite asegurar las condiciones bajo las cuales se invitará a otros lenders para que participen en el financiamiento del proyecto.

⁵ Diligencia debida. Es una especie de auditoría sobre los aspectos técnicos, operativos, de gestión y financieros de una empresa o proyecto, que realizan prestamistas o inversionistas interesados.

- *Sindicación del préstamo:* Considerando que los montos involucrados en estos proyectos son, por lo general, bastante altos, no es posible que un solo prestamista pueda proveer la totalidad de los fondos requeridos. Por esta razón, también es crítico el proceso de conseguir otros prestamistas, de modo que el monto necesario quede repartido entre los senior lenders y los lenders adicionales.
- *Preparación de contratos y demás documentación legal:* Como su nombre lo indica, esta subetapa consiste en la preparación de una gran cantidad de documentos legales, lo que implica negociar, en particular, cada una de las cláusulas específicas que ellos contengan.
- *Cumplimiento de exigencias previas a la entrega del financiamiento:* Luego de firmar los contratos a que se refiere el punto anterior, se debe dar cumplimiento a muchas otras condiciones necesarias para poder empezar a recibir los fondos que se usarán en la construcción del proyecto; éstas tienen que ver con aspectos legales, financieros, técnicos y medioambientales, siendo los primeros los más complejos, puesto que significan negociar los contratos necesarios para la construcción, al igual que los contratos de suministros y equipos requeridos por el proyecto.

b) Construcción y puesta en marcha del proyecto: En este período se debe construir y poner en funcionamiento la planta. La preocupación principal en esta fase es que operen los acuerdos de suministro de equipos y contratos de construcción en el tiempo y al costo presupuestado; además, que al iniciar las operaciones la planta sea capaz de rendir lo planeado. Esta es una etapa crítica y tiene un riesgo importante ("completion risk") porque se están desembolsando los fondos de los socios y de los prestamistas, pero el proyecto no es capaz aún de generar su propio flujo de caja. Por esto, el contrato de construcción debe ser lo más amplio y sólido posible, estableciendo de la mejor forma las responsabilidades del proveedor de la ingeniería, del proveedor de los equipos, del licenciador y del contratista principal. Deben establecerse además las formas de mitigar los problemas en caso de que el proyecto no alcance el 100% del desempeño proyectado.

Idealmente, en un project financing se busca tener contratos del tipo lump sum turn key (contratos de construcción llave en mano, donde el contratista asume gran parte de los riesgos de la construcción), en los que existe un solo responsable por el conjunto de actividades de la ingeniería, suministro de equipos, construcción y puesta en marcha de la planta, también que se establezcan fuertes penalidades al contratista principal y licenciador en caso que la planta no rinda el 100% de lo previsto o que el plazo de construcción se extienda más allá de lo acordado. Después de efectuarse el mechanical completion (poner término a la construcción) y de las labores de precommissioning y commissioning (alistamiento y prueba de equipos de la planta para su producción comercial), esta etapa concluye con las pruebas de aceptación final de la planta (acceptance test), la cual deben rendir al 100% de lo establecido en los contratos de licencia y de construcción y de lo planeado en el caso base definido por los socios y los prestamistas.

De lo expresado se desprende que los principales riesgos del período del completion son los siguientes:

- Que el proyecto no esté terminado en la fecha establecida.
- Que los costos de inversión sean más altos que el presupuesto acordado.
- Que la calidad del producto logrado a través del proyecto no cumpla con las especificaciones requeridas por el mercado.
- Que la planta no produzca la cantidad prevista.
- Que la materia prima no sea capaz de cumplir con las especificaciones del proyecto y en consecuencia no se logren los productos deseados.
- Fuerza mayor (desastres de la naturaleza y otros).

El riesgo del completion es tan importante, para los prestamistas, que a menudo exigen de los socios, durante esta etapa, garantías extraproyecto, tales como cartas de crédito, performance bond⁶ o cartas corpo-

⁶ Bono de desempeño.

⁷ Nivel de riesgo asignado por una empresa Clasificadora de Riesgos.

rativas, según la calidad como deudor o rating financiero⁷ del socio que la emita. En caso que no se cumpla el completion de la planta en las condiciones proyectadas, los prestamistas tienen el derecho (pero no la obligación) a repagarse de inmediato de la deuda, tanto con los bienes del proyecto como con las garantías extraproyecto que puedan existir por parte de los socios.

c) **Operación de la planta:** Una vez concluida la fase de construcción, comienza la etapa de operación comercial del proyecto, es decir la de generar el flujo de caja prometido. Es en esta etapa en la que comienzan a operar los acuerdos de suministro de materias primas y servicios, así como los de venta de los productos. El proyecto debe ser capaz de servir la deuda y generar utilidades para los sponsors (o dueños). Para que esta etapa sea exitosa se requiere, entre otras cosas, que el personal operativo haya sido debidamente capacitado y que se cuente con ejecutivos idóneos. El análisis de los aspectos de mercado es parte fundamental en la estructuración de un project financing (sin un mercado no puede haber proyecto) y está muy relacionado con el flujo de caja esperado, con la rentabilidad para los socios del mismo, con la posibilidad de obtener fondos de terceras partes para implementar la iniciativa y con la capacidad del proyecto de devolver dichos fondos.

5. RIESGOS ASOCIADOS AL PROJECT FINANCING

Si bien toda inversión implica riesgos, en el caso de un project financing éstos son múltiples y de variada naturaleza, los que deben ser evaluados y monitoreados desde el estudio de factibilidad del proyecto hasta que se termine de servir la deuda contraída para su ejecución. Para una mejor apreciación de ellos, a continuación se detallan, debidamente ordenados por cada una de las etapas que comprende la modalidad de financiamiento en análisis.

a) Riesgos de la etapa de estructuración:

- i. **Riesgo país o riesgo soberano:** Este riesgo consiste en posibles actos de guerra, invasión, motines, insurrecciones, fracaso en la renovación u otorgamiento de las autorizaciones necesarias; cambios en la legislación, particularmente en materia de medio ambiente e impuestos; embargo por motivación política; boicot del proyecto o impedimentos para el reembolso de la deuda. En general, el riesgo país ha ido disminuyendo en América Latina, a medida que los países han abierto sus puertas a la inversión extranjera; esto ha significado una disminución en el costo de financiamiento de los proyectos, puesto que los bancos y los prestamistas han dejado de cobrar el seguro por el riesgo soberano.
- ii. **Disponibilidad de permisos y licencias:** Cuando deban obtenerse permisos y licencias y deban renovarse antes de que la planta opere, los prestamistas asumen el riesgo de que tales permisos y licencias se obtengan en un tiempo razonable
- iii. **Riesgo de fuerza mayor:** Estos riesgos son el resultado de eventualidades que están más allá del control de las partes involucradas en un financiamiento autónomo; por ejemplo, incendios, catástrofes naturales, explosión de la planta, etc.

A este respecto, el objetivo de los prestamistas es que estos riesgos los asuma el patrocinador, los proveedores del patrocinador o los compradores a través de obligaciones contractuales o protecciones de seguros.

b) Riesgos en la etapa de construcción y puesta en marcha:

- **Riesgo de tipo de cambio:** Siempre que los gastos de capital, los gastos de operación, los ingresos y los préstamos, estén en la misma moneda corriente, los riesgos de intercambio no existirán. No obstante, al utilizar financiamiento externo, este riesgo estará presente y deberá administrarse apropiadamente.

- **Riesgo de inflación:** Los participantes del project financing deben confiar en las proyecciones del costo de construcción del proyecto y los costos de operación. El uso de los factores de inflación correctos es un área en la que el prestamista normalmente tiene más especialización que la compañía dueña del proyecto; por consiguiente, al proporcionar consejo sobre los factores de inflación usados para preparar las proyecciones y para la posterior confección del préstamo sobre la base de tales proyecciones, los prestamistas han asumido el riesgo que está presente en la transacción.
- **Riesgo de estimaciones:** Cuando se trata de proyectos para explotar yacimientos de petróleo, gas, carbón, u otros minerales, su formulación se hace sobre la base de la cantidad estimada de los recursos y de la habilidad de un operador para extraer tales recursos. En los préstamos para financiar este tipo de proyectos, los patrocinadores deben asegurar que los recursos realmente existen y se recuperarán. Al cursar estos préstamos los lenders deben confiar en opiniones de peritos internos, así como también de peritos independientes. La exactitud de tales estimaciones asegura la participación de prestamistas en esta clase de financiamiento.
- **Riesgo de realización:** El riesgo de realización, a veces asumido por los prestamistas, se refiere a aquellas circunstancias donde, para todos los propósitos prácticos, es imposible completar el proyecto o instalación para que opere a la capacidad completa, según las características técnicas contempladas originalmente. Los patrocinadores no quieren tener que proporcionar fondos adicionales para completar una instalación que requiere gastos mayores en proporción al beneficio esperado o que parece imposible lograr. Normalmente, este riesgo lo enfrenta el prestamista al tener que extender el plazo de pago de la deuda, ante una producción menor a la anticipada en las proyecciones financieras.
- **Riesgo tecnológico:** Con relación a la tecnología pueden surgir dos tipos de riesgos, el primero se relaciona con una tecnología de punta no probada y que no proporciona los resultados esperados y, el segundo riesgo, corresponde a la posible obsolescencia tecnológica que dejaría al proyecto en desventaja competitiva.

Si el proyecto cumple con éxito la etapa de completion y comienza a producir normalmente, el riesgo del mismo se reduce de manera importante, tanto para los socios como para los prestamistas. Por lo tanto es posible, según el tipo de financiamiento de terceros que se haya utilizado, renegociar el préstamo y obtener mejores costos y condiciones para el proyecto de ahí en adelante (normalmente esto se hace en créditos sindicados).

c) Riesgos en la etapa de operación.

Riesgo del desempeño en la operación: Una vez que el proyecto está completo y operando de acuerdo con las especificaciones, empieza a asumir las características de una operación establecida de la compañía. Como las garantías de realización ya no existen, los prestamistas en este tipo de financiamiento se vuelven dependientes, asumen el riesgo del funcionamiento ininterrumpido y continuado del proyecto y de la venta de sus productos y servicios, para proporcionar los ingresos necesarios para pagar los préstamos del proyecto.

Riesgos de precios para el producto: Cuando el proyecto elabora un producto que será vendido principalmente en el mercado abierto, en lugar de bajo un contrato a largo plazo, el prestamista debe estimar el mercado para el producto y determinar si las proyecciones del precio son realistas. Si un préstamo del proyecto se hace con base en flujos de efectivo, dadas las proyecciones del precio, el prestamista ha asumido un riesgo comercial del proyecto. Lenders con especialización particular en un producto, a veces, están dispuestos a asumir semejante riesgo.

Riesgo de ejecución de contrato para el producto: Incluso si un proyecto es apoyado por contratos con cláusulas de reajuste adecuadas (precio y cantidad), todavía surge la duda acerca de si el contrato es ejecutable y si la parte contratante mantendrá sus obligaciones contractuales.

Riesgo por volúmenes de venta menores a los previstos: Este riesgo surge cuando las cantidades vendidas en un mercado determinado son inferiores a las estimaciones; como consecuencia de que los productos no se lograron vender, tendrán que ofrecerse en otros mercados y a precios inferiores, lo que afectará directamente el flujo de caja del proyecto.

Riesgos por problemas en el funcionamiento de los equipos de la planta: Como su nombre lo señala, este riesgo surge cuando alguno de los equipos falla ocasionando la detención del proyecto (esto puede ser producto de errores en la mantención), lo que afecta seriamente el flujo de caja del proyecto.

Riesgo de suministro de materias primas y servicios: Este riesgo se relaciona con problemas derivados de la cantidad de materia prima suministrada, calidad, estabilidad, precio, fuerza mayor, incumplimiento del proveedor, problema de transporte, etc. Todo lo cual impide el funcionamiento normal del proyecto.

Riesgo medioambiental: La valoración de los daños y perjuicios medioambientales, que son el resultado de un proyecto, puede tener un impacto adverso en el flujo de caja del mismo. Los prestamistas no siempre pueden quedar inmunes en la violación de la ley del medio ambiente. Por consiguiente, antes de comprometerse con un proyecto, deben solicitar consejo legal sobre las regulaciones medioambientales locales; además, pueden obtener seguros contra el riesgo medioambiental.

Adicionalmente, y abarcando todas las etapas anteriores, todavía queda otra categoría de riesgos, que tiene que ver con el ordenamiento legal del país donde se desarrollará el proyecto y que, normalmente, es diferente de aquél donde residen los prestamistas o lenders. Se trata de los riesgos legales y se refieren a materias como las siguientes:

- i. Normativa para exigir y ejecutar las garantías. En un esquema de project financing, la protección de la propiedad, la eficacia de las garantías y la exigibilidad de los derechos de los acreedores son todos aspectos de la mayor relevancia.
- ii. Marco legal en el cual se resuelven los litigios; en este sentido, los extranjeros pudieran no tener igual acceso a la justicia, la legislación de otros países puede no estar reconocida, es posible que los dictámenes de tribunales extranjeros no sean exigibles, pudieran existir restricciones a la resolución de conflictos mediante arbitrajes o el cumplimiento de éstos carezca de obligatoriedad.
- iii. Disposiciones legales que protejan la propiedad intelectual, patentes, marcas, etc.
- iv. Regulación de la libre competencia.
- v. Eficacia del sistema judicial para pronunciarse sobre estas estructuras de financiamiento de gran complejidad.

6. LAS GARANTÍAS Y LOS GARANTES

Uno de los objetivos más importantes de un project financing radica en lograr una adecuada combinación de garantías y compromisos, donde participe la mayoría de los interesados en el proyecto. Mediante este mecanismo, los patrocinadores traspasan parte del riesgo financiero a terceras partes, que no están dispuestas a involucrarse directamente en la operación del proyecto, ni a otorgar préstamos o a realizar contribuciones de capital, pero que sí tienen un genuino interés en el éxito del proyecto. Entre los principales garantes, y el tipo de garantías que entregan, están los siguientes:

Garantes propietarios: Cuando el capital de que se dispone es insuficiente, o cuando no se posee una historia de operación, que permitan apoyar los préstamos con sus propios méritos, algunas compañías deben proporcionar garantías de crédito satisfactorias. Esta no es una situación ideal para un project financing, toda vez que, como se dijo, de lo que se trata es de aislar el proyecto, de modo que no se afecte la empresa propietaria.

Terceras partes garantes: Las garantías de terceras partes son muy atractivas para los patrocinadores, pues los liberan de tener que entregarlas ellos; se podría afirmar que, en cierta medida, cualquier garante se convierte en un patrocinador. Entre las terceras partes que pueden participar están los proveedores, los vendedores o distribuidores, los usuarios, los contratistas y entidades gubernamentales que pudieren estar interesadas.

Garantes comerciales: La principal característica de este tipo de garantes está en el hecho de que las garantías que proporcionan son a cambio de una comisión; en esta categoría se encuentran los bancos, las compañías de seguro y las compañías de inversión. Las garantías que otorgan los bancos adoptan, generalmente, la forma de "cartas de crédito", pudiendo ser cartas de crédito comerciales o de reserva; en los project financing se utilizan estas últimas, que sirven como dispositivos de seguridad. Por su parte, las compañías de seguros, además de proporcionar garantías similares a las cartas de crédito que entregan los bancos, ofrecen fianzas de desempeño y fianzas de cumplimiento de la construcción; naturalmente, también ofrecen todo tipo de pólizas de seguro. A su turno, las compañías de inversión ofrecen, por lo general, garantías de desempeño.

En cuanto a la naturaleza de las garantías, ésta no difiere de las utilizadas en otro tipo de operaciones financieras; en efecto, pueden ser limitadas en su monto o en el tiempo, directas o indirectas, contingentes o implícitas, aun cuando estas últimas no constituyen garantías propiamente tales, sino que son simples compromisos a favor de los prestamistas, donde se establece que el garante proporcionará apoyo al proyecto (cartas de responsabilidad, por ejemplo).

Con respecto a las garantías indirectas más comúnmente utilizadas, deben mencionarse las siguientes:

- a) *Contratos de consumir o pagar:* Un contrato de este tipo consiste en una obligación contractual incondicional de realizar pagos periódicos en el futuro, por montos fijos o mínimos; también puede ser por cantidades a precios fijos o mínimos. Tal como lo sugiere el nombre de estos contratos, la obligación de hacer estos pagos mínimos es incondicional y debe cumplirse aunque no se suministre el producto o servicio. Usualmente, estos contratos tienen una vigencia superior a la de los préstamos y los prestamistas o lenders los consideran como fuente garantizada de ingresos.
- b) *Contratos de cobro de peaje:* Esta es una denominación específica que se da a un contrato a largo plazo de consumir o pagar, cuando se trata de proyectos que se construyen para proporcionar un servicio, como puertos, bodegas, puentes, terminales de buses, etc. Al igual que el caso anterior, se trata de acuerdos incondicionales, según los cuales deben hacerse los pagos con independencia de si se utilizan o no las instalaciones.
- c) *Contratos de suministrar o pagar:* Este tipo de garantías las proporcionan los proveedores de energía, materias primas o servicios, cuyo suministro se quiere asegurar en el largo plazo a un precio predecible, con el fin de garantizar las proyecciones de costos de operación. Mediante un contrato como este, el proveedor se obliga a proporcionar las materias primas, insumos o energía; si así no lo hiciere, se obliga a pagar a los dueños del proyecto la diferencia para que éstos obtengan los suministros de otro proveedor.
- d) *Contratos de consumir y pagar:* Estos contratos son similares a los de suministrar o pagar, pero difieren en que las obligaciones no son incondicionales; en este caso sólo se paga si se entrega el suministro.

7. CONCLUSIONES

En mercados cada día más abiertos y competitivos, las empresas deben estar continuamente invirtiendo en expansiones y nuevas actividades productivas para aprovechar las oportunidades que los mercados ofrecen, antes que lo hagan las empresas competidoras. La globalización de la economía permite, por una parte, expandir las oportunidades de negocios a través del acceso a mercados de otros países y, por otra, que más

empresas compitan en los mercados tradicionales de cada compañía, obligando a una mayor eficiencia y preocupación por tomar cada una de las oportunidades que puedan existir.

Junto con lo anterior, las compañías deben estar buscando continuamente las formas más eficientes y económicas para financiar sus expansiones y el mejoramiento de sus instalaciones. Mientras más caminos existan para el financiamiento de los proyectos, más factible se torna llevar adelante iniciativas que agregan valor a la empresa y generan trabajo y desarrollo para el país. La empresa globalizada del siglo XXI se caracterizará por tener múltiples fuentes de financiamiento en varios países. Ya en los últimos años se ha desarrollado un creciente flujo internacional de capitales, especialmente desde los países desarrollados hacia las naciones en desarrollo, llamados también "economías emergentes". De esta manera, hoy es normal que empresas latinoamericanas, por ejemplo, acudan a buscar créditos o a emitir acciones (capital), para financiar sus expansiones y nuevos proyectos, a los mercados de capitales de los países desarrollados.

En el mismo sentido, los países en desarrollo compiten entre sí por atraer los flujos de inversión directa, destinados a implementar proyectos de inversión minera, industrial o de servicios, proveniente de naciones desarrolladas, entregando mejores condiciones tributarias y mayor estabilidad económica y política a los inversionistas, disminuyendo el "riesgo país" (sovereign risk) de la inversión extranjera.

En nuestro país, como se dijo anteriormente, uno de los esquemas más usados para financiar proyectos de inversión de gran envergadura, en los últimos años, ha sido el de project financing. Desde el proyecto minero La Escondida, en 1983, hasta los proyectos del sector industrial petroquímico desarrollados en la octava región, tales como Petropower y Petroquim, en industrias, y, con respecto a las concesiones, los tramos que constituyen la carretera Ruta 5 entre La Serena y Puerto Montt, en nuestros días.

Los principales objetivos de la estructuración de proyectos de inversión bajo project financing se encuentran asociados a tres aspectos muy relevantes para su desarrollo: a) maximizar el retorno de los socios; b) asegurar el financiamiento del proyecto; y c) optimizar la asignación del riesgo. Por otra parte, un aspecto esencial de este mecanismo de financiamiento consiste en dar seguridad a los prestamistas o lenders de la existencia de activos y de la generación de flujos a lo largo de las distintas etapas del proyecto, todo lo cual permite asegurar el oportuno y completo servicio de la deuda. Esto exige certeza sobre la viabilidad técnica, financiera y económica del proyecto. Por consiguiente, es fundamental que en todo project financing se puedan llevar a cabo:

- a) Presentaciones o road show a los prestamistas, donde quede en evidencia la confianza en los activos del proyecto y en la generación de flujos que se espera de él.
- b) Evaluaciones técnicas y económicas especializadas, tanto de los que solicitan el financiamiento como del proyecto; además, actividades de control y fiscalización posterior, por parte de los prestamistas.
- c) Detallados análisis y negociaciones de la estructura final de financiamiento, que incluya márgenes, comisiones, condiciones específicas o "covenants", estructura de garantías, etc.
- d) Una completa y compleja documentación legal del préstamo y sus garantías, que involucra a todos los participantes del financiamiento, construcción y desarrollo del proyecto, de acuerdo con el estudio de factibilidad, en tiempo, presupuesto y calidad de las instalaciones finales.

A diferencia de una empresa ya establecida, en los proyectos de inversión y muy particularmente en los estructurados bajo project financing, las ventas deben estar aseguradas de la forma más sólida posible. Una de las formas de asegurar una adecuada comercialización es a través de los contratos de distribución y de exportación con compañías con experiencia en este tipo de negocios y adecuada solvencia financiera, de manera que garanticen a los socios y a los prestamistas que el proyecto será capaz, desde un comienzo, de vender las cantidades planeadas a los mejores precios posibles y en consecuencia de generar el flujo de caja requerido.

Este tipo de estructuración de proyectos, a pesar de tener que considerar los pasos comunes de cualquier proyecto, se caracteriza porque su análisis debe ser extremadamente minucioso y detallado ya que sólo se verá apoyado por los flujos proyectados que genere, siendo de esta forma el proyecto en sí mismo, la principal garantía para el repago de la deuda.

En definitiva, el project financing es un mecanismo muy apropiado cuando se desea aislar el riesgo del proyecto, para que no afecte al resto de la empresa; también se le puede utilizar cuando se necesita saber cuánta inversión requiere un proyecto y cuánto rentará, sin mezclar sus flujos con los provenientes de las restantes actividades de la compañía. Como se ha explicado en este trabajo, las ventajas de esta alternativa de financiamiento tienen que ver con consideraciones operativas, financieras y de riesgo, entregando información mucho más clara a los inversionistas; si el proyecto registra pérdidas, ello pudiera no tener efectos, o éstos ser muy menores, en la valoración de las acciones de la compañía propietaria o sponsor; en caso contrario, al no estar separadas las actividades del proyecto, los inversionistas podrían pensar que es la rentabilidad del negocio, como un todo, la que ha disminuido.

Todo esto es posible siempre que el proyecto sea capaz de constituirse en una unidad económica independiente y que sus patrocinadores puedan asegurar que generará flujos netos de caja suficientes para el servicio de la deuda que generó su constitución.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CRISELL, Michaela, "Project Finance Yearbook", Euromoney Publication, 1997-1998.
- EMERY, Douglas R. y FINNERTY, John D., Administración Financiera Corporativa, Prentice Hall, 2000.
- LEVINSON, Marc, Guide to Financial Markets, second edition, The Economist Newspaper Ltd., 2000.
- PETROQUIM S.A., Proyecto Polipropileno, Septiembre 1997.
- PETROX S.A., Refinería de Petróleo, Publicaciones Internas N° 123 y 140, 1999-2000.
- PRESENTACIONES ASIPLA "Polo Petroquímico de Talcahuano", Marzo 2001
- ROSE, Harold, "Bulding on the Benefits of Project Financing" en Mastering Finance, Pitman Publishing, 1998.
- SEPÚLVEDA ALMUNA, Renato, "Project Financing", Publicaciones Internas Petrox S.A., N°147, Marzo 1998.
- SEPÚLVEDA ALMUNA, Renato, "Opciones para el Financiamiento de Proyectos", Publicaciones Internas Petrox S.A., N°148, Mayo 1998.