

Perspectiva legal de la financiación de proyectos “Project Finance” y el manejo del riesgo

LIGIA CATHERINE ARIAS BARRERA*

Sumario: Introducción. I. Algunos conceptos básicos. A. *Negative pledge*. B. Incumplimiento cruzado o *Cross Default*. C. El *trust* anglosajón. II. Ventajas y desventajas del uso del “*Project Finance*”. III. PPP: *Public-Private Partnership*. IV. Modelo típico de *Project Finance*. A. Relaciones entre *sponsors* o promotores. B. La licencia y/o concesión. C. En medio de las relaciones contractuales del *Project Finance*. V. Manejo de los riesgos en la financiación de un proyecto. A. Riesgos físicos y tecnológicos. B. Riesgos de construcción e implementación y riesgos comerciales. C. Riesgos ambientales. D. Riesgo político. E. Acuerdos con los aseguradores. F. Operaciones anexas. Conclusión.

Resumen: La financiación de proyectos de infraestructura puede realizarse acudiendo a diferentes instrumentos financieros. Sin embargo, uno de los más comúnmente utilizados es el denominado *Project Finance*. Este mecanismo de financiación es usualmente utilizado para la ejecución de grandes proyectos, en donde la multiplicidad de entes y partes involucradas exige una operación que atienda a los intereses de todos ellos. Este artículo analiza las principales características del *Project Finance*, algunas cláusulas de uso común y los riesgos que genera esta operación.

* Abogada y especialista en Derecho Comercial de la Universidad Externado. LLB, Universidad Externado de Colombia (2008), con posgrado en Derecho Comercial de la misma Universidad (2009). LL.M in Commercial and Corporate Law, Queen Mary University of London (2011). Docente investigadora de la Universidad Externado de Colombia. Contacto: catherine.arias@uexternado.edu.co Fecha de recepción: 30 de mayo de 2012. Fecha de aceptación: 27 de agosto de 2012.

Palabras clave: financiación, proyectos de infraestructura, compañía vehículo.

Project finance: Legal perspective and risk management

Abstract: The financing of infrastructure projects can be done with several financial instruments. However, one of the most commonly used is called Project Finance. This funding mechanism is usually used for the execution of large-scale projects. The multiplicity of stakeholders requires an operation that meets multiparty interests. This paper analyzes the main features of Project Finance, some terms commonly used and the risks triggered by this transaction.

Keywords: financing, infrastructure projects, vehicle company.

INTRODUCCIÓN

La financiación de proyectos de infraestructura puede realizarse acudiendo a diferentes instrumentos financieros. Sin embargo, uno de los más comúnmente utilizados es el denominado *Project Finance*. Este mecanismo de financiación se suele utilizar para la ejecución de grandes proyectos, en donde la multiplicidad de entes y partes involucradas exige una operación que atienda los intereses de todos ellos.

La envergadura de los proyectos financiados requiere multiplicidad de fuentes de financiación que perfectamente confluyen en la constitución del *Project Finance*. Así como son múltiples las fuentes de financiación, lo son los actores involucrados en esta operación. Cada uno de ellos invoca intereses diferentes pero con un elemento en común: la exitosa ejecución y explotación del proyecto.

La viabilidad y rentabilidad del proyecto son los elementos que determinan el éxito en la protección de los intereses de las partes interesadas en el mismo. Tanto de quien contrata la ejecución y explotación, como de quien ejecuta, de los encargados de la financiación, las contrapartes contractuales, así como todos los demás entes involucrados en la realización del mismo. Este es el caso de aseguradores y proveedores de materia prima, entre otros.

En esa medida, la provisión u otorgamiento de financiación debe estar ligado a la viabilidad y rentabilidad del proyecto de que se trate. Bien sea la construcción y posterior explotación de un bien, o solamente su explotación dirigida a la prestación de un servicio. En uno y otro caso, el pago de la financiación otorgada está íntimamente ligado a los réditos producidos por el mismo bien.

De esta forma, el éxito del proyecto es el objetivo común de las partes involucradas. Quien contrata la ejecución del proyecto decide abrir el proceso de licitación y así seleccionar el contratista que se encuentre en las mejores condiciones técnicas y económicas para ejecutarlo. Quien resulte beneficiario de la licitación es otra parte interesada en la ejecución del proyecto y en su rentabilidad, pues sus utilidades se derivan directamente tanto de la efectiva construcción como del

momento de su explotación. A su turno, los proveedores de financiación tienen su interés en el éxito del proyecto en sí, pues se trata de la fuente de recursos con los que directamente se hará el pago de la deuda. De hecho, las condiciones de la financiación dependerán de la viabilidad y rentabilidad proyectada, y la alcanzada en la etapa de explotación. También el caso de los aseguradores, quienes cubriendo entre otros riesgos el de incumplimiento estarán vigilantes frente a la concreción de cualquier riesgo asegurado.

Dada la importancia del *Project Finance* como mecanismo de financiación y como motor de desarrollo económico¹, el presente trabajo se divide en dos partes: la primera hace referencia a la estructura típica de *Project Finance*, y la segunda, a los múltiples riesgos que esta operación envuelve, así como a su manejo y reducción.

I. ALGUNOS CONCEPTOS BÁSICOS

Con el objeto de dar claridad respecto de algunas figuras propias del sistema anglosajón comúnmente utilizadas en la documentación del *Project Finance*, se hará referencia a las cláusulas *Negative Pledge* y *Cross Default* o incumplimiento forzado, al igual que al negocio jurídico conocido como *Trust*.

1. "Negative Pledge"

La cláusula *Negative Pledge* es comúnmente incluida en los contratos de carácter financiero. Su uso se ha extendido en forma tal que las partes acuden a su incorporación a través de la inclusión de modelos o cláusulas estándar. Así por ejemplo, en el caso del estándar internacional *LMA (Loan Master Agreement)* se considera la cláusula *Negative Pledge* en los siguientes términos:

Negative Pledge

- a. No obligor shall (and the Company shall ensure that no other member of the Group will) create or permit to subsist any Security over any of its assets.
- b. No obligor shall (and the Company shall ensure that no other member of the Group will):
 1. Sell, transfer or otherwise dispose of any of its assets on terms whereby they are or may be leased to or re-acquired by an Obligor [or any other member of the Group];

¹ El *Project Finance* es uno de los principales instrumentos de financiación utilizados por países en desarrollo para adelantar sus proyectos de infraestructura sin tener que comprometer exclusivamente su capacidad de endeudamiento. Esta es la razón por la que puede verse como fuente de desarrollo económico. Dentro de los proyectos internacionales que han adoptado esta estructura se encuentran el Eurotúnel y el parque de diversiones EuroDisney.

- ii. Sell, transfer or otherwise dispose of any of its receivables on recourse terms;
- iii. Enter into any arrangement under which money or the benefit of a bank or other account may be applied, set-off or made subject to a combination of accounts; or
- iv. Enter into any other preferential arrangement having a similar effect, in circumstances where the arrangement or transaction is entered into primarily method of raising financial indebtedness or of financing the acquisition of an asset...

Como puede notarse, la limitación versa sobre la constitución de todo tipo de gravamen u otro tipo de negocio o transacción que genere el mismo efecto respecto de los activos del deudor². Así por ejemplo, el caso de una compensación que involucre algunos de los activos que el deudor tenía al momento de pactar esta cláusula podría constituirse como un evento de incumplimiento del *Negative Pledge*³.

Sin embargo, es importante que las partes de un contrato interesadas en incluir cláusulas de este tenor sepan que la adopción de modelos preestablecidos no es del todo apropiada. Si bien las formas y estándares internacionales son útiles y guían el proceso de redacción de los contratos, las necesidades de cada transacción exigen un cierto nivel de negociación⁴ en cuanto a su contenido.

Es especialmente recomendable que en el caso del *Negative Pledge* las partes delimiten su contenido⁵. Así, la indicación de cuáles son las garantías de las que se previene su constitución, o respecto de cuáles activos se predicará la restric-

² PHILIP WOOD enuncia algunos ejemplos de transacciones que no son exactamente una garantía pero tienen un efecto similar: "Some clauses extend the meaning of security to title finance or quasi-security transactions which have the commercial effect of security but are not security in form, eg recourse factoring, sale and lease-back, financial leasing, set-off arrangements, hire purchase, title retention, stock borrowings and sale and repurchase (repos)": P. WOOD. *Law and Practice of International Finance*, Sweet and Maxwell (2008), p. 113.

³ Dando una definición general de *Negative Pledge*, MITCHELL explica que la inclusión de esta cláusula opera como una garantía de pago, mientras que se da el pago total de la suma adeudada: "An 'absolute negative pledge clause' is a clause in a loan agreement which requires that the debtor not encumber in any way a specified group of the debtors assets, which can be called 'collateral', until the loan is repaid": THOMAS C. MITCHELL. "The Negative Pledge Clause and the classification of financing devices: A question of perspective", 60 *Am. Bankr. L.J.* 179 (1986), p. 156.

⁴ Para entender la naturaleza de esta cláusula es necesario entender que cada acreedor está asumiendo un riesgo y busca que su acreencia no se vea afectada por otras obligaciones de su deudor. En este sentido BJERRE explica: "Each lender poses a risk to all other lenders having claims against the common borrower, because the greater the aggregate claims, the greater the possibility that the borrower's assets will be insufficient to satisfy them all": CARL BJERRE. "Secured transactions inside out: negative pledge covenants, property and perfection", 84 *Cornell L. Rev.* 305 (1998-1999) p. 309

⁵ Se trata de una cláusula que estando dentro de la categoría de *Negative Pledge* no es absoluta, porque el acreedor conoce del nivel de solvencia de su deudor y sabe que debe proteger su acreencia pero sin limitar totalmente la capacidad de su deudor para constituir garantía sobre sus bienes. El nombre que esta cláusula recibe en inglés es *Limited Lien Clause*: "The limited lien clause is used in unsecured loans where the creditor is sufficiently creditworthy that an absolute negative pledge clause is not required but not sufficiently creditworthy that the lender will accept the debtor's unadorned promise to repay the loan": MITCHELL. Ob. cit., p. 157.

ción, o el límite en el monto de constitución de estas garantías. Si se dejara una cláusula tan abierta que el deudor se comprometiera a no constituir ninguna clase de garantía sobre sus activos, las consecuencias económicas serían bastante graves; también aumentaría la posibilidad de caer en incumplimiento. Se dejaría virtualmente al deudor en imposibilidad de asumir cualquier obligación de carácter crediticio, pues es considerable el número de instrumentos de financiación que requieren la constitución de una garantía en protección del acreedor frente a un eventual incumplimiento.

Pactar una cláusula en este sentido equivaldría a un "bloqueo económico" del deudor como contraparte contractual, afectando su capacidad de pago y de manera indirecta propiciando el incumplimiento en la propia relación contractual y en las demás en las que haga parte el deudor. Estas consideraciones han sido claramente expuestas por instituciones financieras internacionales como el Banco Mundial y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo. Estos entes, siendo los principales proveedores de financiación para el desarrollo, suelen incluir la cláusula *Negative Pledge* en sus líneas de crédito. Sin embargo, su uso ha sido progresivamente limitado e incluso han renunciado a sus derechos con el objeto de promover la financiación de los proyectos por parte de banca comercial y agencias crediticias⁶.

La delimitación de esta cláusula es una protección de doble vía. Por una parte el deudor limita su responsabilidad frente a la constitución de garantías sobre sus activos, dejando abierta la puerta para constituir otra clase de gravámenes sin incumplir sus obligaciones contractuales. De otro lado, el acreedor, conociendo los límites de esta cláusula, sabe cuál es la garantía real de sus acreencias con ese deudor y hasta qué valor puede exigir su cumplimiento. Es un tema de claridad contractual y de evitar futuras controversias en este sentido. Pero también de protección del sistema financiero a través de la regulación de las relaciones contractuales⁷.

⁶ En este sentido, "both the World Bank and the EBRD have recently adopted new policies with respect to the circumstances under which they are prepared to waive their rights obtained under their negative pledge clauses in order to encourage project financing from private sources and external credit agencies in eligible countries": MATTHEW HURLOCK. "New Approaches to Economic Development: The World Bank, the EBRD, and the Negative Pledge Clause", 35 *Harv. Int'l. L.J.* 345 (1994), p. 346.

⁷ Respecto del efecto que puede tener la ausencia de limitación de cláusulas como *Negative Pledge*, no solo para las partes involucradas en la relación contractual sino para el sistema financiero en general, se comenta: "In the summer and fall of 1982, many events seriously and adversely threatened to affect the recovery of the United States and the world economy. The heavy indebtedness of a significant number of developing countries and the related exposure of the commercial banking system of the industrialized world had placed strains on the international financial system. These strains could be traced in part to the two massive oil price increases of 1973-74 and 1979-80 which increased substantially the current account deficits of many oil-importing countries. Moreover, current account deficits of many developing countries, including oil-exporters, increased sizeably during this period as a result of the pursuit of policies of rapid domestic economic growth. As commercial banks increasingly served as intermediaries in the balance of payments financing process, these deficits were financed largely by expanding international bank lending. During the 1970's, however, rising world inflation and low, or even negative, 'real' interest rates made these increasing debt burdens appear to many to be manageable [...]. The lesson drawn from this experience is that unrestricted negative pledge covenants, as commonly used in international loan agreements, can seriously damage the interests of both the sovereign borrower and the lender, to the ultimate detriment of the international financial system": MICHAEL BRADFIELD y NANCY R. JACKLIN. "The problems posed

La limitación de esta cláusula es también de carácter temporal, pudiendo entenderse cubiertos aquellos gravámenes existentes al momento de la transacción en que se incluya el *Negative Pledge*. Dependiendo del contenido de la cláusula quedarán incluidas o no las garantías preexistentes. La negociación entre deudor y acreedor versará también sobre el tipo de garantía o gravamen que el primero se compromete a no constituir. Usualmente, la negociación estará limitada por la posición privilegiada del acreedor. El acreedor tenderá a imponer las condiciones que más favorezcan sus intereses, esto es, a proteger la mayoría de los activos del deudor que se constituyen como garantía de su acreencia.

De otro lado, es posible que aquella persona que, conociendo la limitación de una cláusula *Negative Pledge*, lleve a que su contraparte constituya en su favor una garantía incurra en responsabilidad. Esto fue reconocido en el caso *First Wyoming Bank, Casper v. Mudge*⁸. En este caso la acción en contra del tercero será por los daños ocasionados, mas no por la validez de la garantía constituida⁹, y será necesario probar, además del incumplimiento del deudor, el conocimiento del tercero respecto de la inducción al incumplimiento del *Negative Pledge*. Ahora bien, la jurisprudencia del Reino Unido ha añadido el requisito de intencionalidad del tercero para poder atribuirle responsabilidad¹⁰.

También es posible que se incluya una cláusula denominada *Equivalent Security Clause*¹¹, indicando que si se da el incumplimiento del *Negative Pledge* el acreedor deberá automáticamente constituirse como acreedor garantizado, con el mismo tipo de garantía que aquella que generó el incumplimiento. Esto implica que la garantía será inmediatamente reemplazada. Aquí el eventual problema se presentará respecto de la inexistencia del activo respecto del cual se va a constituir la garantía de reemplazo. Debate que es perfectamente aceptado en sistemas como el inglés¹². Diferente será la situación en sistemas napoleónicos en donde el activo o bien sobre el cual recae la garantía tiene que ser perfectamente identificable en el momento de la constitución.

by negative pledge covenants in international loan agreements", 23 *Colum. J. Transnat'l L.* 131 (1984-1985), p. 131.

⁸ "The Court held that a bank which had been granted security by a borrower in knowing violation of a negative pledge was liable for tortious interference with contractual relationships": *First Wyoming Bank, Casper v. Mudge*, 748 P.2d 713 (Wyo.1988).

⁹ *Richard Wheeler Doherty v. James Clagston Allman and W. C. Dowden House of Lords HL (UK-Ir)* The Lord Chancellor (Lord Cairns), Lord O'Hagan, Lord Blackburn and Lord Gordon. 1878 March 29; 1878 April 1, 2: "The injunction against the third party to: 1) Prevent it from relying on the interest it has gained in the assets, 2) The cause action is tort of inducing or procuring a breach of contract, here the proof is about: the breach of the borrower and the third party knew that was inducing a breach".

¹⁰ *Mainstream Properties Ltd v. Young & Ors* [2005] EWCA Civ 861 (13 July 2005). En este caso, además de señalarse el elemento de intencionalidad en la conducta del tercero, se indicó que la principal falencia del *Negative Pledge* es la dificultad de probar la responsabilidad de ese tercero que induce a su incumplimiento.

¹¹ La principal ventaja de la inclusión de esta cláusula es proveer al acreedor de un instrumento adicional para proteger sus intereses en caso de incumplimiento del *Negative Pledge*.

¹² *Tailby v. Official Receiver* (1888) 13 AC 523.

2. Incumplimiento cruzado o "cross default"

La cláusula de incumplimiento cruzado o *Cross Default* puede ser considerada como una hipótesis adicional de incumplimiento. Según el contenido de esta cláusula las partes tienen la posibilidad de pactar que en virtud del incumplimiento de una cualquiera de las obligaciones a cargo del deudor, las otras obligaciones se entenderán igualmente incumplidas. En este sentido, si en virtud de la constitución de un gravamen no permitido por una cláusula *Negative Pledge* se ha constituido una garantía, ese hecho generaría el incumplimiento de las otras obligaciones, con las consecuencias conocidas para eventos de incumplimiento. Por ejemplo, la aceleración del pago de las sumas ya giradas y la cancelación de la obligación de realizar los siguientes desembolsos; esto se traduce en la terminación inmediata del contrato.

3. El "trust" anglosajón

La figura del *trust* anglosajón es de recurrente uso¹³ en diversas transacciones financieras¹⁴. Su utilidad está centrada en fenómenos de dispersión del riesgo, limitación de la responsabilidad, constitución de garantías en favor de determinados acreedores, entre otras¹⁵. En el específico caso del *Project Finance* se acude a la figura del *trust* para garantizar el pago privilegiado de los proveedores de financiación, como se verá más adelante.

El *trust* es un negocio financiero basado en la confianza, de allí su nombre, en el que el dueño de unos activos decide constituir una garantía sobre ellos y, formándose un patrimonio separado, el *trust*, este pasa a ser administrado por un experto en su manejo, llamado *security trustee*. El elemento principal del *trust* es que el título de propiedad de esos activos se radica en cabeza del denominado *trustee*, pero que a la vez esos activos permanecen inmunes a cualquier acción por parte de los acreedores del *trustee*¹⁶. El *trust* exige que los elementos constitutivos del derecho

¹³ "Si l'on demande a quoi sert le trust, on peut presque répondre: 'a tout'": PIERRE LEPAULLE. *Traité théorique et pratique des trusts*, 1932, p. 12.

¹⁴ La figura del *trust* es utilizada entre otras en las siguientes transacciones: sistemas de compensación de valores, certificados de depósito, agentes de mercado, fondos de inversión, créditos sindicados, transacciones con bonos, fondos de pensiones, procesos de titularización.

¹⁵ Refiriéndose a la utilidad del *trust* en las transacciones financieras en el manejo seguro de los recursos y las necesidades del mercado: "Designed to establish contact between the money needs of the business world on one hand and the multitude of investors on the other, the scheme of a single mortgage to a single trustee for the equal security of all, has proved of incalculable value": Louis Posner. "Liability of the trustee under the corporate indenture", *HL Rev Vol. 42*, n.º 2 (Dec., 1928), p. 19.

¹⁶ En este sentido, WOOD define: "A trust is a separate patrimony or segregated assets where: (1) the title to the asset is held by the trustee, but (2) the assets are immune from the trustee's private creditors. If the trustee becomes insolvent, the beneficiary can claim the trust assets, which are not available to the trustee's creditors": "Law and practice of international finance", p. 302, en Sweet and Maxwell (2008).

de propiedad sean divididos: así es concebido en el sistema anglosajón y es ello lo que permite darle vida a la figura. Se tiene entonces la división de los llamados *legal and equitable rights* como elementos constitutivos del derecho de propiedad, y por ende la posibilidad de radicar unos y otros en sujetos diferentes¹⁷. Estos son conceptos extraños a la tradición romano germánica en donde el derecho de propiedad es indivisible en cuanto a las potestades que otorga a su titular.

La constitución del *trust* requiere la indicación de unos beneficiarios, quienes en el caso del *Project Finance* son los proveedores de financiación.

II. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL USO DEL "PROJECT FINANCE"

El *Project Finance* como instrumento de financiación resulta especialmente atractivo desde varias perspectivas. La primera de ellas la contable, según la cual la transacción se encuentra fuera de los balances contables del *sponsor* o promotor, contrario a lo que sucede con las otras formas tradicionales de financiación como los créditos. Esto implica que la capacidad crediticia de aquel sigue incólume, preservando la posibilidad de utilizar otros mecanismos de financiación. Igualmente ventajoso es el hecho de que la solvencia y la liquidez de la compañía vehículo sean totalmente independientes de la situación financiera de la compañía matriz o *holding*. Así, la consecuencia directa es que las condiciones para el otorgamiento de este tipo de financiación no están basadas en información crediticia pasada. Por el contrario, en el contexto del *Project Finance* son determinantes las proyecciones respecto de la viabilidad y rentabilidad del proyecto que está siendo financiado.

Sin embargo, el *Project Finance* también tiene un lado no muy atractivo. Se trata de un costoso mecanismo de financiación que, especialmente en el caso de países en vía de desarrollo, genera niveles de endeudamiento muy altos. Además, presiona a los gobiernos a hacer producir al máximo los bienes resultantes del proyecto¹⁸, pues de ello depende el pago de las obligaciones con los proveedores de financiación.

¹⁷ "As there indicated, the basic obstacles, aside from the existence of domestic civil law institutions analogous to trusts, are: first and chiefly, that the principle of indivision of property, supposed to be fundamental in the Roman legal system and therefore presumptively also in modern civil law, precludes acceptance of an institution, such as that of the trust, by which property is divided into legal and equitable rights; and, secondarily, that the principle of registration of interests in property necessitates a numerusclausus of rights in rem, limited to the categories received in the modern codes and not including even traditional rights involved in fiduciary arrangement": VERA BOLGAR. "Why no trust in civil law?", *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 2, n.º 2 (Spring, 1953), p. 204.

¹⁸ "... two intractable realities that do much to explain the demand for project finance transactions: the enormous amounts of money that many infrastructure and other large projects require, and the difficulty that governments may face in mustering that money via general public revenues. Both of these realities tend to be particularly compelling in less-developed nations, which may have a pressing need for even the most basic infrastructure projects, and in which an infant or ailing economy may severely limit governmental resources": SERGIO MICHELSEN. "Columbia: A Special Report", en *International Guide* 42 (1998) p. 21.

III. PPP: "PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIP"

Antes de entrar a analizar la estructura típica del *Project Finance* es oportuno aclarar que es diferente y no puede confundirse con la denominada PPP: *Public-Private Partnership*¹⁹. En esta figura el contratista del Estado ha sido beneficiario de una concesión para operar un servicio de carácter público²⁰. La correspondiente autoridad gubernamental paga una tasa o contribución al concesionario. Usualmente incluye la provisión de un capital de trabajo inicial para la construcción del bien a explotar, y posteriormente la concesión para la explotación u operación del bien durante un periodo determinado o durante la vida útil del bien.

Es oportuno hacer referencia, en el ordenamiento colombiano, a la nueva Ley 1508 de 2012 sobre Asociaciones Público-Privadas (APP). De acuerdo con este cuerpo normativo, las Asociaciones Público-Privadas son "un instrumento de vinculación de capital privado, que se materializan en un contrato entre una entidad estatal y una persona natural o jurídica de derecho privado, para la provisión de bienes públicos y de sus servicios relacionados, que involucra la retención y transferencia de riesgos entre las partes y mecanismos de pago, relacionados con la disponibilidad y el nivel de servicio de la infraestructura y/o servicio"²¹. Siendo aplicable a "todos aquellos contratos en los cuales las entidades estatales encarguen a un inversionista privado el diseño y construcción de una infraestructura y sus servicios asociados, o su construcción, reparación, mejoramiento o equipamiento, actividades todas estas que deberán involucrar la operación y mantenimiento de dicha infraestructura. También podrán versar sobre infraestructura para la prestación de servicios públicos"²².

Así las cosas, sin que sea el propósito del presente trabajo hacer una análisis de la figura en comento, es oportuno señalar sus principales características. Las reglas para la celebración de contratos y su ejecución son las provenientes del régimen de contratación estatal, de las leyes 80 de 1993 y 1150 de 2007. Esto implica que los conocidos principios²³ de transparencia, selección objetiva, economía,

¹⁹ "Public-private partnerships are collaborative efforts between the public sector and for-profit or non-profit organizations in the private sector to provide enhanced services to the public, to accelerate economic growth, or to supplement government revenues": FRED BECKER y VALERIE PATTERSON. "Private partnerships: Balancing financial returns, risks, and roles of the partners", en *Public Performance & Management Review*, Vol. 29, n.º 2 (Dec., 2005) p. 126.

²⁰ "A risk sharing relationship based on a shared aspiration between the public sector and one or more partners from the private and/or voluntary sector to deliver a publicly agreed outcome and/or public service": DARRIN GRIMSEY y MERVYN LEWIS. *Public Private Partnerships: The worldwide revolution in infrastructure provision and Project Finance*, Edward Elgar, UK, 2004, p. xii.

²¹ Artículo 1.º. Definición.

²² Artículo 3.º. Ámbito de aplicación.

²³ Ley 80 de 1993: "Artículo 23. De los principios de las actuaciones contractuales de las entidades estatales. Las actuaciones de quienes intervengan en la contratación estatal se desarrollarán con arreglo a los principios de transparencia, economía y responsabilidad y de conformidad con los postulados que rigen la función administrativa. Igualmente, se aplicarán en las mismas las normas que regulan la conducta de los servidores públicos, las reglas de

responsabilidad y los propios de la administración pública son aplicables a las Asociaciones Público-Privadas²⁴. Igualmente las especiales atribuciones que en materia de contratación estatal son reconocidas a la administración: interpretación unilateral²⁵, terminación unilateral²⁶, modificación unilateral²⁷, declaratoria de ca-

interpretación de la contratación, los principios generales del derecho y los particulares del derecho administrativo".

²⁴ Ley 1508 de 2012: "Artículo 4°. *Principios generales*. A los esquemas de asociación público privada les son aplicables los principios de la función administrativa, de contratación y los criterios de sostenibilidad fiscal.

"Los esquemas de asociación público privada se podrán utilizar cuando en la etapa de estructuración, los estudios económicos o de análisis de costo beneficio o los dictámenes comparativos, demuestren que son una modalidad eficiente o necesaria para su ejecución. Esos instrumentos deberán contar con una eficiente asignación de riesgos, atribuyendo cada uno de ellos a la parte que esté en mejor capacidad de administrarlos, buscando mitigar el impacto que la ocurrencia de los mismos pueda generar sobre la disponibilidad de la infraestructura y la calidad del servicio".

²⁵ Ley 80 de 1993: "Artículo 15. *De la interpretación unilateral*. Si durante la ejecución del contrato surgen discrepancias entre las partes sobre la interpretación de algunas de sus estipulaciones que puedan conducir a la paralización o a la afectación grave del servicio público que se pretende satisfacer con el objeto contratado, la entidad estatal, si no se logra acuerdo, interpretará en acto administrativo debidamente motivado, las estipulaciones o cláusulas objeto de la diferencia".

²⁶ Ley 80 de 1993: "Artículo 17. *De la terminación unilateral*. (Reglamentado por el Decreto Nacional 1436 de 1998.) La entidad en acto administrativo debidamente motivado dispondrá la terminación anticipada del contrato en los siguientes eventos:

"1.º Cuando las exigencias del servicio público lo requieran o la situación de orden público lo imponga.

"2.º Por muerte o incapacidad física permanente del contratista, si es persona natural, o por disolución de la persona jurídica del contratista. [El texto resaltado fue declarado condicionadamente *exequible* por la Corte Constitucional mediante sentencia C-454 de 1994, M.P.: Fabio Morón Díaz, en la medida en que la incapacidad física permanente impida de manera absoluta el cumplimiento de las obligaciones específicamente contractuales, cuando ellas dependan de las habilidades físicas del contratista.]

"3.º Por interdicción judicial de declaración de quiebra del contratista.

"4.º Por cesación de pagos, concurso de acreedores o embargos judiciales del contratista que afecten de manera grave el cumplimiento del contrato.

"Sin embargo, en los casos a que se refieren los numerales 2 y 3 de este artículo podrá continuarse la ejecución con el garante de la obligación.

"La iniciación de trámite concordatario no dará lugar a la declaratoria de terminación unilateral. En tal evento la ejecución se hará con sujeción a las normas sobre administración de negocios del deudor en concordato. La entidad dispondrá las medidas de inspección, control y vigilancia necesarias para asegurar el cumplimiento del objeto contractual e impedir la paralización del servicio".

²⁷ Ley 80 de 1993: "Artículo 16. *De la modificación unilateral*. Si durante la ejecución del contrato y para evitar la paralización o la afectación grave del servicio público que se deba satisfacer con él, fuere necesario introducir variaciones en el contrato y previamente las partes no llegan al acuerdo respectivo, la entidad en acto administrativo debidamente motivado, lo modificará mediante la supresión o adición de obras, trabajos, suministros o servicios.

"Si las modificaciones alteran el valor del contrato en veinte por ciento (20%) o más del valor inicial, el contratista podrá renunciar a la continuación de la ejecución. En este evento, se ordenará la liquidación del contrato y la entidad adoptará de manera inmediata las medidas que fueren necesarias para garantizar la terminación del objeto del mismo".

ducidad²⁸, de reversión del contrato²⁹, serán aplicables a los contratos celebrados en el marco de este tipo de Asociaciones.

Una de las limitaciones impuestas por el legislador a este tipo de Asociaciones se encuentra en el artículo 3º parágrafo 1 de la citada Ley 1508 de 2012: "Solo se podrán realizar proyectos bajo esquemas de Asociación Público-Privada cuyo monto de inversión sea superior a seis mil (6.000) smmlv". Dentro de los requisitos que usualmente son incluidos en este tipo de Asociaciones se encuentran los proyectos.

Llama especialmente la atención el contenido del artículo 5º de la Ley 1508. Se refiere el articulado al derecho a recibir retribuciones o el derecho de recaudo de los recursos producidos por el bien o servicio, indicando que se encuentra condicionado a la disponibilidad de la infraestructura y el cumplimiento de niveles de servicio y estándares de calidad. Esto no es nada diferente a lo que se explicará más adelante en este trabajo. Así, en la estructura del *Project Finance* el servicio o repago de la financiación está íntimamente ligado a la rentabilidad esperada y recibida como resultado de la explotación del proyecto. En este punto, esta regulación presenta, en nuestra opinión, un avance más allá de la típica figura de PPP, para abrir el paso a características propias de la Financiación de Proyectos de Infraestructura sin llegar a asimilarse a su estructura pura.

También se incluye una limitación en cuanto al término máximo de duración de las Asociaciones Público-Privadas, fijándolo en 30 años, incluidas prórrogas, a menos que por razones de financiación sea necesario un plazo mayor.

De otro lado, la iniciativa de este tipo de Asociaciones puede provenir de la administración³⁰ o de los privados³¹, contando en uno y otro caso con regulación diferente en cuanto al proceso de selección del ejecutante del contrato.

²⁸ Ley 80 de 1993: "Artículo 18. *De la caducidad y sus efectos*. La caducidad es la estipulación en virtud de la cual si se presenta alguno de los hechos constitutivos de incumplimiento de las obligaciones a cargo del contratista, que afecte de manera grave y directa la ejecución del contrato y evidencie que puede conducir a su paralización, la entidad por medio de acto administrativo debidamente motivado lo dará por terminado y ordenará su liquidación en el estado en que se encuentre.

"En caso de que la entidad decida abstenerse de declarar la caducidad, adoptará las medidas de control e intervención necesarias, que garanticen la ejecución del objeto contratado. La declaratoria de caducidad no impedirá que la entidad contratante tome posesión de la obra o continúe inmediatamente la ejecución del objeto contratado, bien sea a través del garante o de otro contratista, a quien a su vez se le podrá declarar la caducidad, cuando a ello hubiere lugar.

"Si se declara la caducidad no habrá lugar a indemnización para el contratista, quien se hará acreedor a las sanciones e inhabilidades previstas en esta ley.

"La declaratoria de caducidad será constitutiva del siniestro de incumplimiento".

²⁹ Ley 80 de 1993: "Artículo 19. *De la reversión*. En los contratos de explotación o concesión de bienes estatales se pactará que, al finalizar el término de la explotación o concesión, los elementos y bienes directamente afectados a la misma pasen a ser propiedad de la entidad contratante, sin que por ello ésta deba efectuar compensación alguna".

³⁰ Arts. 9.º ss. Ley 1508 de 2012.

³¹ Arts. 14 ss. Ley 1508 de 2012.

Un elemento que merecerá especial estudio es el de la constitución de un patrimonio autónomo con los recursos públicos y todos los recursos que se manejen en el proyecto. Este patrimonio autónomo será constituido por el contratista e integrado por los activos y pasivos presentes y futuros vinculados al proyecto³². El beneficiario de los réditos producidos por el patrimonio autónomo es el proyecto mismo. Como se tendrá oportunidad de ver más adelante, esta figura de constitución de patrimonio autónomo no corresponde a la forma tradicional utilizada en la estructura de *Project Finance*, estructurada entre otros propósitos para garantizar a los proveedores de financiación.

Finalmente, frente a la entrega de bienes³³, el legislador incluyó la indicación de establecer desde el comienzo del proyecto el destino que tendrán los bienes muebles e inmuebles entregados a los particulares, una vez se dé por terminado el contrato.

IV. MODELO TÍPICO DE "PROJECT FINANCE"

El modelo típico de *Project Finance* cuenta con varios actores cuyos intereses confluyen desde el comienzo del proyecto³⁴. El primer actor es el ente interesado en la realización del proyecto. En la medida en que la mayoría de los proyectos que utilizan este sistema de financiación son de infraestructura, esta parte serán gobiernos estatales. Es el gobierno, y en él la correspondiente autoridad competente, quien inicia el proceso de planeación del proyecto, esto es, la indicación del tipo de proyecto, las especificaciones técnicas y económicas que el mismo debe cumplir, el periodo para su ejecución y subsiguiente explotación³⁵, al igual que la indicación respecto de las condiciones técnicas y financieras de quienes tendrán la calidad de proponentes y eventualmente de concesionarios o licenciatarios.

Es en esta etapa en donde comienzan los problemas que afectan la correcta y oportuna ejecución y explotación del proyecto³⁶. Así, si en la etapa de planeación y fijación de las condiciones del proyecto se produce un error, claramente

³² Art. 24 Ley 1508 de 2012.

³³ Art. 31 Ley 1508 de 2012.

³⁴ "The term 'project finance' is misleadingly broad: it might seem to include all transactions in which investors advance funds for the purpose of supporting a particular project, as opposed to supporting the borrower's operations in general. In fact, however, the term is used to denote only a subset of project-oriented transactions—those in which the lenders expect repayment primarily from the cash flows of the project itself (and, if necessary, from the project's other assets)": E. WAIDE WARNER, JR. y EMILY ALTMAN. "Credit agreement and collateral agreements in international infrastructure projects", en *Project Financing* (1998) p. 221.

³⁵ Como principales características de todo proyecto se destacan la planificación, la ejecución y el control que debe realizarse sobre ellos, la limitación estará dada por la cantidad de recursos disponibles para cada una de sus etapas.

³⁶ "The major problem in the planning of large infrastructure projects is the high level of misinformation about costs and benefits that decision makers face in deciding whether to build and the high risk the misinformation generates": BENT FLYVBJERG. *Policy and planning for large infrastructure projects: Problems, causes and cures*, World Bank Research Policy Working Paper 3781, December 2005, p. 1.

en el momento de su ejecución tales falencias se tornarán evidentes, generando sobrecostos y demoras en su terminación.

Los segundos actores son los proponentes y eventuales concesionarios, quienes estarán interesados en la ejecución del proyecto y su explotación con el objeto de obtener utilidades. En una primera etapa el rol que desempeñan está limitado a la indicación de cumplir con los requisitos establecidos en el pliego de condiciones del proceso de licitación y a presentar la correspondiente propuesta.

Una vez se ha realizado el proceso licitatorio para concesión u otorgamiento de licencia, y dependiendo de la legislación de que se trate, se seguirán los requisitos previamente establecidos³⁷. El objetivo de este proceso es que el proyecto se ejecute en las condiciones técnicas, económicas y temporales que se han previsto, así como garantizar su debida explotación y mantenimiento, funciones que normalmente son ejercidas por el concesionario.

El ente que en efecto entra en la ejecución del proyecto es la denominada "compañía vehículo", encargada de la celebración de todos los contratos necesarios para la construcción, explotación y mantenimiento del bien objeto del proyecto financiado.

Ello a pesar de que en la mayoría de proyectos está de por medio el proceso de licitación para la concesión o el otorgamiento de la licencia. Es posible que el proyecto y su financiación no estén precedidos por este tipo de trámites.

El tercer actor dentro de la estructura tipo del *Project Finance* es, pues, la compañía vehículo³⁸, que usualmente es la encargada de la ejecución material del proyecto³⁹. Es posible que dentro de las condiciones del pliego inicial se incluyan la forma y reglas según las cuales la compañía vehículo debe ser constituida⁴⁰: así, por ejemplo, que sea constituida en la misma jurisdicción en que el proyecto va a ser ejecutado.

En este punto es importante tener en cuenta que la compañía vehículo debe estar autorizada por la ley de la correspondiente jurisdicción para ejecutar la actividad

³⁷ Para el caso colombiano las normas aplicables serán las de la Ley 80 de 1993, modificada por la Ley 1150 de 2007 y sus decretos reglamentarios.

³⁸ La compañía vehículo es definida como un ente con propósito especial cual es la ejecución del proyecto y la negociación de todas las transacciones necesarias para lograrlo: "The project company is a special-purpose entity (that is, one with power only to enter into and carry out the agreements and own the assets that constitute the project) that is structured so as to be bankruptcy remote": TAMAR FRANKE. *Securitization: Structured financing, financial assets pools, and asset-backed securities*, 1991, p. 403.

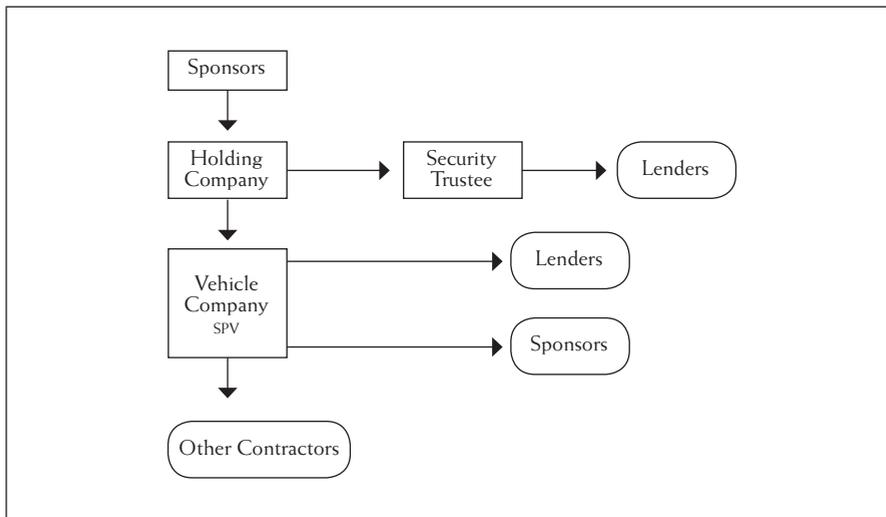
³⁹ Indicando el fin con el que se crea una compañía vehículo o para propósito especial: "An SPV, or a special purpose entity (SPE), is a legal entity created by a firm (known as the sponsor or originator) by transferring assets to the SPV, to carry out some specific purpose or circumscribed activity, or a series of such transactions. SPVs have no purpose other than the transaction(s) for which they were created, and they can make no substantive decisions; the rules governing them are set down in advance and carefully circumscribe their activities": GARY GORTON. *Special purpose vehicles and securitization*, University of Chicago Press, 2004, p. 550.

⁴⁰ Nos referimos a la exigencia de tomar una figura jurídica específica tal como una sociedad comercial, un consorcio, una unión temporal.

de que se trate el proyecto. Con ello se contrarresta el riesgo de celebrar contratos afectados en su validez por falta de capacidad de uno de los contratantes, quien para estos efectos sería la compañía vehículo. Se trata del claro establecimiento de la capacidad negocial y la organización interna de la compañía vehículo, en la ejecución del proyecto y en el sistema de toma de decisiones al interior de la misma. La especial importancia que se le ha dado al tema de la capacidad de la compañía vehículo pretende evitar inconvenientes a la hora de la ejecución y construcción del proyecto. De otro lado, la separación de la compañía vehículo y el *sponsor* o promotor del proyecto es un elemento fundamental dentro de la estructura misma de la operación y de cara al régimen de responsabilidad aplicable a cada uno de ellos en el caso de incumplimiento. Esta separación hace que, en principio, el *sponsor* no vea comprometida su responsabilidad frente a un eventual incumplimiento en la ejecución del proyecto. Sin embargo, en caso de insolvencia de la compañía vehículo causada por algún acto atribuible al *sponsor* o a alguno de sus administradores, es posible imputar responsabilidad a ese *sponsor*⁴¹.

Para hacer más clara la afirmación anterior es necesario referirse a la siguiente gráfica de la estructura tipo de *Project Finance*.

ESTRUCTURA TIPO DE "PROJECT FINANCE"



En esta gráfica los *sponsors* son los accionistas de la sociedad matriz o *holding*. Sobre estas acciones se constituye una garantía y son entregadas en la figura anglosajona

⁴¹ Las normas sobre insolvencia de grupos empresariales serán las que definan este régimen de responsabilidad dependiendo de la jurisdicción en la que se vaya a realizar el proyecto. Cfr. F. CATALDO. "Limited liability with one-man companies and subsidiary corporations", en 18 *Law & Contemp. Probs.* (1953) p. 473.

del *trust* a un *security trustee*, quien las administra, siendo los réditos de dicha administración la garantía de pago a aquellos entes que han financiado el proyecto de que se trate. La compañía matriz es dueña de la compañía vehículo, quien a su vez deberá pagar los dividendos a que haya lugar a la compañía matriz. La compañía vehículo, siendo la encargada de la ejecución del proyecto, tiene diferentes relaciones contractuales con los proveedores de financiación, proveedores de material de obra prima y demás contratantes.

La razón de ser de la mencionada estructura está dada por la necesidad de proteger el interés del *sponsor*. Así, de un lado se encuentra estructuralmente separado de la compañía vehículo y por ende su responsabilidad. Pero la razón más importante para acudir a esta forma de estructurar la transacción es la de evitar caer en la cláusula de origen anglosajón llamada *Negative Pledge*: recordando que el *Negative Pledge* puede definirse como aquella cláusula según la cual el deudor de una obligación se encuentra en la imposibilidad de constituir cualquier clase de gravamen sobre sus activos, gravamen que potencialmente afecte su solvencia y la prenda general a favor del acreedor. Entonces, si el *sponsor* fuera titular de las acciones de la compañía vehículo, no sería posible constituir sobre esas acciones una garantía a través de la figura del *security trustee*, pues al ser de tan común inclusión en los contratos de financiamiento aquel estaría incumpliendo la referida cláusula.

Sin embargo, el problema no radica solo en ello. También es común pactar dentro de los eventos o hipótesis de incumplimiento el llamado incumplimiento cruzado o *Cross Default*. En este tipo de cláusula las partes indican que el incumplimiento de una cualquiera de las obligaciones del deudor, en una cualquiera de sus relaciones contractuales con la misma contraparte, se entenderá como incumplimiento. Así las cosas, si por ejemplo el *sponsor* incumple la obligación de no constituir garantía sobre alguno de sus activos, no solo estaríamos frente a un incumplimiento de la cláusula *Negative Pledge*, sino que también generaría la aplicación del incumplimiento cruzado dando lugar a la terminación del contrato.

Dentro de esta estructura puede considerarse asimismo que los *sponsor* buscarán contar con algún tipo de garantía con el objeto de tener la posición de acreedores garantizados y gozar de una preferencia en el pago. Dicha preferencia será por supuesto posterior a la de los proveedores de financiación.

Ahora bien, un grupo de actores fundamentales son los proveedores de financiación⁴². La multiplicidad de fuentes de financiación⁴³ y la prioridad dada a los provee-

⁴² "In order to make available the necessary funds, the number of financing parties is large (e.g., bondholders, subordinated bondholders, syndicates of bank lenders, trustees and collateral agents)": CARL BJERRE. "International Project Finance transactions: Selected issues under revised Article 9", en 73 *Am. Bankr. L.J.* 261 (1999) p. 263.

⁴³ "(1) Acreedores comerciales como bancos, corporaciones financieras, inversionistas institucionales (aseguradoras y fondos de pensiones y cesantías), fondos mutuos y de inversión, compañías de leasing; (2) promotores comerciales como proveedores, contratistas, operadores, agencia de exportación bilateral y entidades multilaterales; y (3) en menor proporción pequeños y medianos inversionistas individuales": RAFAEL HERZ. "Financiamiento de proyectos de infraestructura a través del mercado de capitales", Misión de Estudios del

dores de financiación frente a los demás acreedores son características importantes del *Project Finance*. Es común que la financiación de proyectos, la mayoría de ellos de infraestructura, sea dividida entre la banca multilateral para el desarrollo (como el Banco Interamericano de Desarrollo o el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo-EBRD⁴⁴: agencias de crédito para la exportación que en países desarrollados pueden proveer financiación combinada con garantías y cobertura de seguro) y la banca comercial, que por la envergadura del proyecto acude a la figura del crédito sindicado; la titularización⁴⁵ de los beneficios o réditos derivados del proyecto.

La expresión crédito sindicado⁴⁶ se refiere a la unión de varios bancos para financiar a un deudor, y la razón de esta unión es el monto del crédito y la dispersión del riesgo de incumplimiento entre los bancos participantes de conformidad con su participación. Bajo esta modalidad de financiación es importante tener en cuenta los términos de pago pactados en el crédito sindicado y buscar que coincida con el de la terminación y explotación del proyecto⁴⁷.

Tal como se explicó y principalmente como garantía para los demás proveedores de financiación, una pequeña proporción es asumida por los *sponsors* del proyecto, bien sea directamente a través de créditos u otorgando garantías de las obligaciones de la compañía vehículo. Esta circunstancia es la que justifica la posición privilegiada que tienen los proveedores de financiación y todos los elementos tendientes a garantizar el pago de la deuda, frente a una no tan exitosa ejecución y explotación del proyecto. Como se indicó, el pago de la financiación está atado a los beneficios y réditos del proyecto, sin embargo, para evitar un incumplimiento se acude a los instrumentos explicados ampliamente en este trabajo.

1. Relaciones entre "sponsors" o promotores

Comúnmente y de acuerdo con la envergadura del proyecto hay varios *sponsors*, todos ellos interesados en la ejecución y explotación del mismo. Las relaciones

Mercado de Capitales, 20 de abril de 1996, Memorias del Seminario "Project Finance", Universidad de los Andes, 1998, p. 57.

⁴⁴ Sigla en inglés de European Bank for Reconstruction and Development.

⁴⁵ "Securitization involves the following steps: (1) a sponsor or originator of receivables sets up the bankruptcy-remote SPV, pools the receivables, and transfers them to the SPV as a true sale; (2) the cash flows are tranching into asset-backed securities, the most senior of which are rated and issued in the market; (3) the proceeds are used to purchase the receivables from the sponsor; (4) the pool revolves, in that over a period of time the principal received on the underlying receivables is used to purchase new receivables": GORTON. Ob. cit., p. 560.

⁴⁶ En este sentido: "Syndicated loans are credits granted by a group of banks to a borrower. They are hybrid instruments combining features of relationship lending and publicly traded debt. They allow the sharing of credit risk between various financial institutions without the disclosure and marketing burden that bond issuers face. Syndicated credits are a very significant source of international financing, with signings of international syndicated loan facilities accounting for no less than a third of all international financing, including bond, commercial paper and equity issues": BLAIS GADANEZ. "The syndicated loan market: Structure, development and implications", *BIS Quarterly Review*, December (2004) p. 75.

⁴⁷ Los principales inconvenientes en este sentido se evidenciaron en famosos proyectos como el Eurotúnel, el parque de diversiones EuroDisney y Dabhol en India.

que se pueden trenzar entre ellos pueden ir desde la división de funciones en una etapa preliminar, hasta pactos tendientes a asegurar la correcta financiación del proyecto. Los *sponsors* en conjunto estarán interesados en analizar la viabilidad del proyecto y por esa vía preparar y presentar las propuestas en el proceso licitatorio. Una vez adquieran la calidad de concesionarios o licenciatarios, entrarán en todas las relaciones contractuales necesarias para la ejecución y explotación del proyecto, así como para su financiación.

A pesar de que la mayoría de la financiación proviene de entes externos, diferentes a los *sponsors*, es común que una pequeña parte sea asumida por ellos⁴⁸. Esa contribución puede ser realizada de dos formas: bien otorgando un préstamo directamente a la compañía vehículo, bien siendo garantes de las deudas de la compañía vehículo con terceros.

Los proveedores de financiación estarán especialmente interesados en que se produzca alguna de estas dos formas de financiación por parte de los *sponsors*. La razón es que hay un aseguramiento adicional del interés de estos, los *sponsors*, en la culminación del proyecto, así como de su adecuada explotación. Esto en la medida en que el servicio de la deuda, no solo de los financiadores sino también de los *sponsors*, dependerá directamente del éxito del proyecto.

2. La licencia y/o concesión⁴⁹

El contenido de la licencia o concesión variará de conformidad con la legislación del país en el que se va a ejecutar el proyecto, en función del proyecto de que se trate. Igualmente, la documentación y los requisitos que deben ser satisfechos por los proponentes en el proceso licitatorio variarán de acuerdo con la jurisdicción correspondiente. Sin embargo, hay un contenido generalmente incluido en este tipo de procesos.

Después del proceso de presentación de propuestas por parte de todos los posibles interesados, la autoridad competente tendrá que escoger aquel contratista que mejor satisfaga los requisitos de capacidad operativa, técnica y económica para la ejecución y posterior explotación del proyecto⁵⁰. Se trata de una calificación de la calidad que debe cumplir el proponente que resulte siendo el ganador del proceso.

⁴⁸ Se habla de licencia o concesión dependiendo del tipo de proyecto que se esté financiando.

⁴⁹ De acuerdo con las recomendaciones hechas por la CNUDMI, la licencia y o concesión debe ser dada por la autoridad competente: "Recomendación 2. La ley debe indicar las autoridades públicas del país anfitrión (incluidas cuando corresponda, las autoridades nacionales, provinciales y locales) que estén facultadas para adjudicar concesiones y concertar acuerdos para la ejecución de proyectos de infraestructura con financiación privada": "Guía Legislativa de la CNUDMI sobre proyectos de infraestructura con financiación privada. Poderes requeridos para otorgar concesiones".

⁵⁰ "Recomendación 14. La ley debe prever un proceso para la selección del concesionario que esté basado en procedimientos competitivos, transparentes y eficaces adaptados a las necesidades particulares de los proyectos de infraestructura con financiación privada": *ibíd.*

Una vez terminado el proceso de selección objetiva del contratista se procederá a la realización de las negociaciones pertinentes conducentes a la celebración del contrato de concesión o a la expedición de la licencia, según sea el caso.

El contenido de dicho contrato de concesión o licencia, además de atender a las especificidades del caso, reflejará los intereses de las partes involucradas. Lo anterior implica que la autoridad buscará ante todo otorgar la licencia o concesión logrando la mayor protección y garantía del interés general al asumir el menor riesgo y los menores costos posibles. Mientras que el concesionario o licenciatarario tendrá como objetivo principal obtener una ganancia por su labor y cumplir con las exigencias hechas por los proveedores de financiación.

A la vez, el contrato contendrá una descripción y especificación clara del proyecto y las obligaciones y derechos de cada una de las partes; los requisitos de ejecución y mantenimiento del proyecto que deben ser cumplidos por el licenciatarario o concesionario; y el método para calcular la remuneración a ser pagada al licenciatarario. Mas también la indicación de los requisitos que deben satisfacerse para que el licenciatarario o concesionario devuelva el bien objeto del proyecto al término de la licencia o de la concesión.

Respecto del proceso de escogencia de los proponentes, la Guía Legislativa de la CNUDMI sobre proyectos de infraestructura con financiación privada indica:

Los ofertantes debe demostrar que cumplen los criterios de preselección que la autoridad contratante considere apropiados para el proyecto de que se trate y que disponen de:

- a. Las calificaciones profesionales y técnicas, los recursos humanos, el equipo y otros medios físicos necesarios para llevar a cabo todas las fases del proyecto, desde el diseño y la construcción hasta la explotación y el mantenimiento;
- b. Medios suficientes para gestionar los aspectos financieros de las fases de diseño, construcción y explotación del proyecto;
- c. Capacidad apropiada de gestión y organización, fiabilidad y experiencia, especialmente experiencia previa en la explotación de infraestructura pública⁵¹.

Usualmente se incluye el límite máximo del valor que el licenciatarario o concesionario puede imponer por vía de tarifa a los usuarios del bien o servicio resultante del proyecto.

El siguiente elemento, de especial importancia para el presente trabajo, es la distribución de los riesgos envueltos en el proyecto. En este punto se hace evidente de nuevo el encuentro de los intereses de la entidad contratante y del licenciatarario o concesionario; la entidad contratante buscará trasladar al licenciatarario todos los

⁵¹ Recomendación 15 de la "Guía Legislativa de la CNUDMI sobre proyectos de infraestructura con financiación privada".

riesgos técnicos y comerciales, para que asuma todas las consecuencias derivadas de ellos. En este punto se incluirán todos los requisitos de cobertura que deben cumplir las pólizas de seguro que acompañan el proyecto.

Desde la perspectiva del licenciatario o concesionario, hay una apertura a asumir ciertos riesgos directamente relacionados con el proyecto, sin embargo, otros tendrán que radicarse necesariamente en cabeza de la entidad contratante, como es el caso de algunas coberturas que no son otorgadas por las compañías aseguradoras.

La determinación de la responsabilidad del licenciatario o concesionario estará dada por el concepto de garantías y compromisos asumidos. En el sistema anglosajón se habla de *warranties*⁵² and *undertakings*⁵³, que determinan la forma en que licenciatario ha de desarrollar todas las labores necesarias para la ejecución del proyecto, incluyendo aquellas tendientes a garantizar una adecuada y completa financiación. Así pueden incluirse ciertos requisitos a cumplir desde el comienzo y durante el curso del proyecto⁵⁴. En la medida en que la entidad contratante está especialmente interesada en el cumplimiento de cada uno de los contratos envueltos en el proyecto, es usual la inclusión de un requisito de autorización previa a la celebración de cada uno de estos contratos.

El licenciatario o concesionario estará igualmente limitado respecto de la posibilidad de cesión de su posición contractual. Este requisito debe entenderse en relación con la ya explicada estructura comúnmente utilizada en *Project Finance*. Nos referimos a la exigencia de los proveedores de financiación de constituir una garantía de pago de sus acreencias por la vía del *trust*. La constitución de esta clase de garantía y los términos de la misma se entiende que hacen parte igualmente del contrato de concesión o de la licencia de que se trate. En un evento de incumplimiento de alguno de los contratos que se celebran para la ejecución del proyecto, la entidad contratante pero también los proveedores de financiación tienen un derecho de intervención, conocido como *step-in rights*⁵⁵. La razón por la

⁵² "Warranty' means an agreement with reference to goods which are the subject of a contract for sale, but collateral to the main purpose of such contract, the breach of which gives rise to a claim for damages, but to a right to reject the goods and treat the contract as repudiated": Section 2 of the Sale of Goods Act 1908.

⁵³ "A written promise offered as security for the performance of a particular act required in a legal action. The two most common forms of undertaking that you are likely to experience in a legal context are warranties and personal guarantees": *ibíd.*

⁵⁴ Así los requisitos iniciales estarán claramente indicados en los términos de la concesión o licencia, pero si, por ejemplo, las condiciones del contratista cambian, la entidad estatal tendrá la posibilidad de ajustar esos términos para garantizar la continuidad en la ejecución y explotación del proyecto.

⁵⁵ "A step-in clause, as the name suggests, permits a funder to step-in to another party's shoes on a development – usually the employer's. It is primarily intended to give the funder comfort that, in the event of the employer defaulting on its loans, the funder can take over the development in the employer's place to get it completed and then sell the development to pay of the debt. To complete a development, the funder needs the security that the construction team on a building project is not going to be able to walk away in the event of not being paid": tomado de: [www.nabarro.com/Downloads/what-are-step-in-rights.PDF].

que se incluye este derecho se funda en que un eventual incumplimiento de uno cualquiera de los mencionados contratos afecta directamente la ejecución del proyecto, o por lo menos puede generar demoras en el momento de su explotación, afectando el pago de la financiación.

Respecto de los eventos de terminación del contrato de concesión o de la licencia, los mismos variarán de acuerdo con el tipo de proyecto. Sin embargo, como elementos comunes se encuentran el cumplimiento del término pactado, la terminación temprana derivada del incumplimiento⁵⁶ o los eventos de fuerza mayor. También dependiendo del tipo de contrato de concesión o licencia, se establecerán los términos en los que los bienes serán devueltos a la entidad del Estado una vez se configure cualquiera de las hipótesis de terminación.

Como la terminación del contrato puede darse por parte de la entidad estatal, será recomendable la inclusión de la obligación de pagar una indemnización y el mecanismo para fijarla, teniendo en cuenta el beneficio dejado de percibir por el licenciatario o concesionario. En el evento de no contar con una disposición en este sentido, será el juez del caso el encargado de determinar la existencia del daño y tasar la respectiva indemnización. Entonces la recomendación se hace para dotar de predictibilidad y seguridad jurídica a las partes contractuales frente a las consecuencias de un incumplimiento de este tenor.

Respecto de la ley aplicable al contrato, usualmente será la del país en el que se va a ejecutar el proyecto. Es fundamental que ambas partes tengan conocimiento de esta ley y de las implicaciones en temas de responsabilidad y mecanismos de protección a los inversionistas⁵⁷. Respecto del régimen de responsabilidad, es claro que las partes deben conocer el contenido de cada una de sus obligaciones y las consecuencias en caso de incumplimiento. Así pues, deberán contar con las opiniones legales necesarias para tener una visión amplia del régimen legal aplicable al contrato de concesión o la licencia.

En el tema del régimen de protección al inversionista y especialmente al inversionista extranjero, la importancia radica en las normas sobre nacionalización y expropiación⁵⁸. Será el caso de asegurarse de que se está ante un sistema legal que permite tener una confianza razonable en que los bienes objeto del proyecto

⁵⁶ Incumplimiento de cualquiera de las obligaciones a su cargo, recordando que si se decidió incluir una cláusula de incumplimiento cruzado esto da lugar a la terminación del contrato. Sin embargo, en cada caso la parte contratante evaluará la posibilidad de encontrar remedios alternativos en aplicación del principio de conservación del contrato.

⁵⁷ *La inversión extranjera en Colombia: régimen jurídico y análisis económico*, Bogotá, Universidad Sergio Arboleda, 1997, p. 214.

⁵⁸ En Colombia el fundamento constitucional de la protección del derecho a la propiedad privada y las hipótesis de expropiación se derivan del artículo 58 de la Constitución Política. Así, en el caso de la expropiación ordinaria se presenta por motivos de utilidad pública o interés social definidos por el legislador (art. 58 Ley 388 de 1997), y para que prospere deben existir indemnización y sentencia judicial previas. Y la expropiación administrativa se da por motivos de utilidad pública o interés social (art. 65 Ley 388 de 1997), y se produce antes de la sentencia judicial por medio de un acto administrativo expropiatorio que se escribirá en el folio de matrícula del inmueble dentro de los cinco

no serán nacionalizados, confiscados o expropiados. Sin embargo, este riesgo, conocido como riesgo político, se mantiene durante toda la ejecución y explotación del proyecto. No obstante, se deberá considerar en el momento de contratar, así como frente a eventuales reformas legales⁵⁹ o cambios de sistema político.

Debe incluirse un mecanismo de resolución de controversias que aplicará para todo tipo de disputas surgidas entre la entidad estatal y el concesionario o licenciatario. Por practicidad y debido a la complejidad de este tipo de transacciones suele acudir al arbitraje, bien sea comercial o de inversión⁶⁰.

Por último, pueden incluirse otra clase de disposiciones relacionadas con el tipo de proyecto, el régimen cambiario o las remesas, entre otros.

3. En medio de las relaciones contractuales del "Project Finance"

Hacer referencia a las relaciones contractuales dentro de la estructura del *Project Finance* requiere indicar que en esta encontramos diversos contratos: de suministro de materia prima, construcción, operación, mantenimiento, uso y explotación de los bienes objeto del proyecto financiado. Todos ellos conforman la cadena contractual que hace posible el éxito del proyecto y en la que confluyen diferentes intereses tanto de las partes directamente obligadas como de los proveedores de financiación y aseguradores.

En el caso de los proveedores de financiación, estos procurarán tener el derecho de intervención en esos contratos⁶¹ en caso de incumplimiento, además de exigir que el beneficio o utilidad que se obtenga de esos contratos sea también incluido en la constitución del *trust*. Así entonces, no solo las acciones que el *sponsor* tiene en la compañía matriz, sino también los réditos producidos en cada uno de los contratos celebrados por la compañía vehículo para ejecutar y explotar el proyecto, serán administrados por el *security trustee* en beneficio y como garantía de los proveedores de financiación.

En esta serie de relaciones contractuales, los negocios más destacados y comúnmente estudiados al hablar de *Project Finance* son los contratos de construcción pues la gran mayoría son proyectos de infraestructura. Dichos contratos adoptan

días hábiles siguientes a la notificación al titular del derecho de dominio, para enajenación voluntaria.

⁵⁹ Se alude al denominado riesgo legal, en donde "[e]l riesgo legal puede ser definido como la incertidumbre acerca del sistema legal que regirá las relaciones nacidas durante el proyecto o la falta de suficiencia del régimen jurídico aplicable a los diferentes contratos que se generan durante el mismo": MAXIMILIANO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. "La problemática del riesgo en los proyectos de infraestructura y en los contratos internacionales de construcción, en *Revist@ e-mercatoria* Vol. 6, n.º 1, 2007, p. 12.

⁶⁰ Habrá lugar a arbitraje de inversión en los casos en que la disputa sea entre Estados o entre un Estado y un inversionista. La regulación aplicable variará de acuerdo con el caso, pero y principal foro para las disputas de arbitraje de inversión es el CIADI (Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones).

⁶¹ *Step-in rights*.

dos figuras: el contrato llave en mano, y estructuras alternativas⁶². Frente al primero se celebra el contrato de construcción entre la empresa vehículo y el contratista, quien se compromete a construir el proyecto de acuerdo con las especificaciones y requisitos indicados por el contratante y a entregar el proyecto terminado. Esa terminación corresponde al concepto de *practical completion*⁶³, que se refiere a una terminación sustancial de la obra encargada, lo que implica que pueden quedar pendientes algunos detalles.

La estructura alternativa implica que la compañía vehículo actúa como contratante principal y celebra diversos contratos para diferentes aspectos del trabajo y suministro de materia prima. En este caso es posible que la compañía vehículo contrate un administrador, bajo la modalidad de administración delegada⁶⁴, quien posiblemente sea a su vez un *sponsor*.

En la medida en que bajo esta modalidad se crea una cadena de contratos entre todos los encargados de ejecutar el trabajo, el régimen de responsabilidad aplicable irá en orden descendente, y de manera muy excepcional podría haber responsabilidad por los actos de aquellos que tienen una posición más alta en la cadena contractual. Esta última opción está totalmente proscrita bajo el derecho inglés.

El contenido usual de los contratos de construcción, en cualquier modalidad adoptada, determinará en forma exacta el objeto, el precio con los mecanismos de ajuste, los riesgos técnicos previsible, el riesgo de interrupción debido al descubrimiento de material arqueológico, entre otros; y así mismo, la definición de terminación de la obra dentro del esquema "*practical completion*".

Igualmente, en los casos de incumplimiento se establecen los eventos en que este se configura, las consecuencias y el derecho de terminar el contrato por parte de quien actúa como empleador. Es importante aclarar que el derecho de dar por terminado el contrato es diferente del derecho a reclamar indemnización por pérdidas.

También se celebran contratos diferentes al de construcción, como son los necesarios para la operación y mantenimiento del proyecto, una vez terminado. En ellos se establecen los requisitos generales, sistema de remuneración, duración, efectos de fuerza mayor, terminación por incumplimiento, ley aplicable y cláusula de resolución de conflictos.

⁶² Para profundizar sobre el contenido del contrato de construcción internacional es oportuno referirse a las reglas de la Federación Internacional de Ingenieros Consultores (FIDIC), disponibles en: [www.fidic.org/].

⁶³ *Emson Eastern Ltd v. E.M.E. Developments Ltd* (1991) 55 BLR114: "because a building can seldom if ever be built as precisely as required by drawings and specification, the contract, realistically refers to 'practical completion' and not 'completion', but they mean the same. If contrary to my view, completion is something which occurs only after all defects, shrinkages and other faults have been remedied and a certificate to that effect has been given, it would make the liquidated damages provision unworkable".

⁶⁴ Decreto Ley 222 de 1983: "Artículo 90. Los contratos de administración delegada son aquellos en que el contratista, por cuenta y riesgo del contratante, se encarga de la ejecución del objeto del convenio. El contratista es el único responsable de los subcontratos que celebre".

V. MANEJO DE LOS RIESGOS EN LA FINANCIACIÓN DE UN PROYECTO

Los *sponsors* o promotores, como partes comerciales interesadas en el proyecto, no están dispuestos a aceptar responsabilidad por el pago de las obligaciones de la compañía vehículo en caso de incumplimiento. Lo anterior conociendo que la compañía vehículo no posee activos diferentes a aquellos destinados al proyecto. Este riesgo de incumplimiento aparentemente está cubierto bien a través de pólizas de seguros o de provisiones contractuales de la concesión o de la licencia. El ente encargado de asumir esos riesgos puede ser un *sponsor* o el concesionario. El problema estará radicado en determinar si el ente correspondiente se encuentra realmente en la capacidad de asumir la materialización de uno cualquiera de esos riesgos.

Además del riesgo de incumplimiento, usualmente acompañado de las pólizas de cumplimiento, hay otros riesgos que surgen durante la construcción y explotación del proyecto. Los riesgos a los que nos referiremos en esta sección son de diferente naturaleza, y también varía la forma en que son manejados por las partes contractuales.

Varias pueden ser las definiciones de riesgo, sin embargo, autores como Megens han delimitado el riesgo afirmando que "el riesgo es la posibilidad de que un evento ocurra, y las consecuencias de su ocurrencia"⁶⁵. Dentro de los que a continuación se consideran están los riesgos físicos y tecnológicos, los riesgos en la construcción e implementación del proyecto, el riesgo comercial, los riesgos ambientales y los riesgos políticos. Posteriormente se hará referencia a los mecanismos para limitarlos y manejarlos a través de la documentación en la que se instrumenta la estructura de *Project Finance*, los acuerdos con los aseguradores y los proveedores de financiación.

1. Riesgos físicos y tecnológicos

Los riesgos físicos se refieren a todos aquellos fenómenos que afectan la construcción y explotación del proyecto. Se trata de transformaciones del terreno en que se está construyendo o de algún hecho de la naturaleza que puede ser previsto, y que por ende escapa al concepto de fuerza mayor. La concreción de este tipo de riesgo puede destruir el proyecto o prevenir que sea productivo o rentable en los términos previstos al comienzo de su ejecución.

En el caso de los riesgos de carácter tecnológico⁶⁶, nos referimos a los instrumentos utilizados para la explotación del bien de que se trate. Cuando el uso

⁶⁵ PETER MEGENS. *Construction risk and Project Finance - Risk allocation as viewed by contractors and financiers*.

⁶⁶ MANFRED GROSSHAUSER. "The role of the intermediary", *International Construction Law Review* (1994) enuncia una clasificación diferente de los riesgos, y dentro de los riesgos técnicos refiere las fallas mecánicas o eléctricas de los equipos utilizados para la construcción y explotación del proyecto.

de cierto instrumento afecta e impide la máxima producción del bien objeto del proyecto se configura el riesgo tecnológico. Este tipo de riesgo usualmente es manejado desde el comienzo del proyecto, cuando la entidad estatal establece, en los términos de condiciones, los requisitos que deben cumplir los equipos e instrumentos a utilizarse en la fase de explotación del proyecto. Sin embargo, ante la falta de previsión en esa primera fase, el concesionario o licenciatario debe informar acerca de la tecnología más apropiada para la ejecución y explotación del bien, evitando controversias y la afectación de la rentabilidad proyectada.

Las compañías aseguradoras no ofrecen cobertura para este tipo de riesgos tecnológicos, pues se atribuyen a una falta al deber de diligencia por parte de los encargados de ejecutar el proyecto. Sin embargo, existen algunas instituciones que sí ofrecen este tipo de coberturas, siendo el caso de MIGA (*Multilateral Investment Guarantee Agency*)⁶⁷ y OPIC (*Overseas Private Investment Corporation*) para inversionistas en Estados Unidos.

2. Riesgos de construcción e implementación⁶⁸ y riesgos comerciales

Pueden presentarse demoras o incumplimiento en la fase de construcción y en la subsecuente operación del proyecto, generando imposibilidad de explotarlo o excesivos sobrecostos. Estos eventos se enmarcan dentro del concepto de riesgos de construcción.

Por su parte, los riesgos de implementación contienen otros eventos relativos a la explotación del proyecto. Es posible que las condiciones del contrato de concesión y de la licencia hayan cambiado, dándole a la entidad estatal el derecho a dar por terminada la relación contractual o a revocarla en los términos inicialmente pactados⁶⁹. En este caso es posible que se adelanten negociaciones adicionales con el objeto de modificar el contenido y las obligaciones iniciales, con las correspondientes adiciones presupuestales a las que haya lugar, evitando afectar la continuidad del proyecto.

En el momento de la explotación del proyecto se pueden configurar los riesgos comerciales. En este punto es oportuno considerar que una de las condiciones iniciales para el proceso de licitación es la rentabilidad y productividad del bien objeto del proyecto. Como se indicó anteriormente, en la producción están interesadas todas las partes involucradas en el *Project Finance*: la entidad estatal, los

⁶⁷ Colombia es parte del convenio en virtud de la Ley 149 de 1994.

⁶⁸ Se trata de todos los riesgos que existen real o potencialmente durante las etapas de construcción y explotación del proyecto.

⁶⁹ Tendría entonces lugar la aplicación de la teoría de la imprevisión en los términos del artículo 868. Así, frente a un eventual litigio y en los términos del Tribunal Superior de Bogotá, "el fallador deberá tratar de devolver la prestación exorbitantemente modificada a la que subjetivamente fue planeada y pactada por las partes al inicio del negocio jurídico de tracto sucesivo": Tribunal Superior de Bogotá, Sala Civil. Sentencia del 16 de mayo de 2005, M.P.: Rodolfo Arciniegas Cuadros.

sponsors, los proveedores de financiación. Lo anterior en tanto el éxito del proyecto y el pago de la financiación dependen única y exclusivamente de la rentabilidad del proyecto. Así entonces, si las proyecciones económicas respecto de los réditos del proyecto no se cumplen, se configura el denominado riesgo comercial⁷⁰, lo que potencialmente genera un efecto dominó de incumplimiento⁷¹, en las demás relaciones contractuales de la estructura del *Project Finance*.

Estas clases de riesgos son usualmente manejadas a través de diferentes mecanismos. Por ejemplo, respecto de los riesgos de construcción se suele incluir dentro del texto contractual la obligación en cabeza de los *sponsors* de otorgar garantías de la terminación del proyecto (*practical completion*). Es importante incluir una definición clara y específica de cuándo y cómo se entiende terminado el proyecto; definición que de no incluirse es fuente de potenciales litigios entre los contratantes.

Especial atención debe darse a la redacción del contrato en cuanto al mecanismo de liquidación de daños derivados del incumplimiento o demora en la ejecución de la construcción del proyecto. Incluyendo, por ejemplo, garantías *stand-by* para cubrir los posibles sobrecostos derivados de retardos injustificados. Con el objeto de ser suficientemente previsivos será recomendable que dichas garantías cubran un valor superior al inicialmente establecido para la construcción del proyecto.

Frente a la cadena contractual que genera la construcción y explotación del proyecto, es importante que el contratista principal asuma todos los riesgos derivados de las labores subcontratadas. De esta forma se da cobertura a esos riesgos, pero también se facilita la posibilidad de exigir responsabilidad en caso de un eventual incumplimiento. En esta medida, las relaciones internas entre contratista y subcontratista y sus limitaciones de responsabilidad no le serán oponibles a la entidad contratante ni a los proveedores de financiación⁷². Como puede verse, ese derecho de intervención (*step-in right*), que se activa en caso de incumplimiento, es efectivamente garantizado por esta disposición contractual que se recomienda adoptar.

Igualmente útil y necesaria es la inclusión de un precio fijo bajo la modalidad de contrato llave en mano, pues en este caso todo gasto adicional por demoras en la construcción será asumido por el contratista, no por la entidad contratante⁷³.

⁷⁰ Se trata de la imposibilidad de contar con el flujo de caja necesario y proyectado para así poder cubrir las deudas.

⁷¹ Es importante recordar lo dicho al comienzo de este trabajo respecto de las consecuencias que incumplimientos en *Project Finance* puede generar para el sistema financiero en general. Cuando se trata de una conducta recurrente tanto la banca comercial como multilateral verán las consecuencias de la generación de un riesgo sistémico. De ahí la importancia de evitar incumplimientos y la materialización de todo tipo de riesgos en esta clase de mecanismos de financiación.

⁷² Es considerado como otro elemento de riesgo en GROSSHAUSER. Ob. cit.

⁷³ Es denominado también riesgo económico, ello para indicar las consecuencias que a nivel de costos puede comportar el hecho de no establecer un precio fijo en el contrato de construcción.

3. Riesgos ambientales

Bajo la categoría de riesgos ambientales se encuentran incluidos todos los daños potenciales o actuales que la construcción y explotación del proyecto genere para el medio ambiente.

La responsabilidad por daños al medio ambiente puede provenir de la corrección del lugar en que se ubica el proyecto o puede depender de la prueba de la culpa de los actores involucrados. En otros casos y dependiendo de la legislación aplicable no será necesario probar la culpa para imputar responsabilidad.

Este riesgo, según las especificidades del caso, podrá extenderse a los daños ocurridos incluso antes de que el lugar haya sido adquirido para el proyecto, e incluir como beneficiarios de la indemnización a aquellos que directa e indirectamente se ven afectados por el proyecto.

La responsabilidad puede ser de carácter civil o penal, incluyendo el pago de multas e indemnizaciones tendientes a remediar el daño y compensar a las personas afectadas. En este aspecto se crearon los denominados *Equator Principles*⁷⁴⁻⁷⁵, referidos a los aspectos y requisitos que deben ser exigidos por parte de los proveedores de financiación frente a las consecuencias sociales y sobre el medio ambiente de los proyectos que ellos financian.

Se trata de ciertos requisitos que deben ser observados por las partes involucradas en la realización del proyecto⁷⁶, así como de algunos compromisos frente a los documentos soporte para la financiación.

De acuerdo con estos principios los proyectos son clasificados en tres categorías⁷⁷: A para alto riesgo ambiental con consecuencias irreversibles, B para mediano riesgo y C para riesgo bajo o inexistente. Algunos de estos requerimientos deben ser cumplidos por los países que no son miembros de la OECD o por países que siendo miembros de esta organización tienen un bajo ingreso per cápita.

Los *Equator Principles* incluyen los siguientes requisitos⁷⁸: una evaluación del impacto social y ambiental del proyecto acompañado de un plan de acción y manejo de las consecuencias determinadas en el estudio. Así, encuestas y consultas públicas a las comunidades potencialmente afectadas por la realización del proyecto. Una revisión por un ente independiente experto en el manejo de temas ambientales. Un monitoreo o interventoría para vigilar todo el proceso de construcción y explotación del proyecto. De todo lo anterior debe dejarse constancia

⁷⁴ "On June 4, 2003, ten leading banks from seven countries announced the adoption of the Equator Principles (EP) – a basic framework for the management of social and environmental risks in project finance": FRANCK AMALRIC. *The Equator Principles: A step towards sustainability?*, CCRS Working Paper Series Working Paper n.º 01/05, p. 1.

⁷⁵ Toda la información respecto de *Equator Principles* se encuentra disponible en: [www.equator-principles.com].

⁷⁶ "The principles are presented as 'a framework for developing individual, internal practices and policies'": AMALRIC. Ob. cit., p. 2.

⁷⁷ *Ibid.*, p. 3.

⁷⁸ *Ibid.*, p. 10.

en el reporte anual de cumplimiento de obligaciones, reporte que es entregado a los proveedores de financiación para su estudio y verificación.

Respecto de los compromisos que se recomienda sean incluidos en la documentación soporte de la financiación se encuentra el cumplimiento de la normatividad vigente en temas de impacto social y ambiental del proyecto, así como el plan de acción y los sistemas de monitoreo y administración del mismo; y también la entrega regular de reportes demostrando la observancia de los dos enunciados anteriores, y de los bienes objeto del proyecto una vez este ha sido terminado en las condiciones inicialmente establecidas.

En caso de incumplimiento por parte del deudor, los proveedores de financiación inmediatamente deben tomar las acciones en contra del mismo, quien a su vez está llamado a cooperar con sus acreedores, con el objeto de mitigar el daño que se ha ocasionado.

4. Riesgo político⁷⁹

El denominado riesgo político es comúnmente asociado con la inestabilidad del gobierno y de Estado, y corresponde a la posibilidad de que las condiciones en que fue celebrado el contrato de concesión u otorgada la licencia se vean afectadas por un cambio de políticas de Estado o por un cambio de gobierno o aun de régimen. Sin embargo, también deben considerarse incluidas las consecuencias de la guerra y los actos de terrorismo o sabotaje que afecten el proyecto en cualquiera de sus etapas.

En una y otra hipótesis de riesgo político es el Estado contratante el encargado de asumir compromisos de manejo del riesgo: así, proveer de seguridad al proyecto durante todas sus etapas, pero también celebrar contratos de estabilidad jurídica⁸⁰.

⁷⁹ "Hainz and Kleimeier (2003) identify three broad categories of 'political risk'. The first category includes the risks of expropriation, currency convertibility and transferability, and political violence, including war, sabotage or terrorism. The second category covers risks of unanticipated changes in regulations or failure by the government to implement tariff adjustments because of political considerations. The third category includes quasi-commercial risks arising when the project is facing state-owned suppliers or customers, whose ability or willingness to fulfil their contractual obligations towards the project is questionable".

⁸⁰ En el caso colombiano los contratos de estabilidad jurídica están regulados en la Ley 963 de 2005, reglamentada por el Decreto 2950 de 2005 y los documentos Conpes 3366 y 3406 del mismo año. Se entiende al respecto que "[l]os Contratos de Estabilidad Jurídica son una de las herramientas con que cuentan los inversionistas nacionales y extranjeros para consolidar inversiones seguras y estables en Colombia. Los inversionistas deben identificar cuáles normas son determinantes para su inversión, y se garantiza que si se modifica de forma adversa, la norma que estabilizó será la que le aplique durante la duración del contrato, el cual puede variar entre 3 y 20 años. Y los requisitos que deben cumplir son básicamente dos: 1. Realizar inversiones superiores a 2.1 Millones de dólares (7.500 S.M.L.M.V.). 2. Pagar a la Nación una prima del 1% del valor de la inversión. Si la inversión tiene un período improductivo, el monto de la prima durante dicho período será del cero punto cinco por ciento (0.5%) del valor de la inversión que se realice en cada año".

Esta clase de políticas serán conocidas por los inversionistas y de hecho hacen parte de las políticas de atracción de inversión extranjera⁸¹.

Sin embargo, aun en los eventos en que se celebran contratos de estabilidad o se incluyen este tipo de cláusulas en los contratos de concesión y licencias, puede darse el caso de que el Estado fundado en la ley nacional decida expropiar⁸². Lo anterior implica que el riesgo no desaparece y que los mecanismos para manejarlo pueden tener un efecto reductor pero no llegar a eliminarlo por completo.

5. Acuerdos con los aseguradores

Como ya se indicó, el uso de contratos de seguro es una de las herramientas más útiles para el manejo del riesgo dentro de la estructura del *Project Finance*⁸³. Tanto el contratante como todos los encargados de la ejecución y explotación del proyecto se encuentran especialmente interesados en el contenido de las pólizas de seguro que cubren los riesgos relacionados con sus actividades. Sin embargo, es especial el interés de los proveedores de financiación⁸⁴. Ellos buscarán tener la certeza de que el valor total del proyecto está cubierto por la póliza, así como obtener protección para los eventos de demora en el inicio o ejecución del proyecto.

Así las cosas, cada uno de los contratistas involucrados en la ejecución del proyecto, mediante la contratación de una póliza de responsabilidad civil, tendrá que asegurar cobertura hasta la terminación del proyecto, en los términos de "*practical completion*". Sin embargo, y con el objeto de simplificar el trámite, también es posible que estas pólizas sean tomadas por la compañía vehículo. Cualquiera que sea el caso, los proveedores de financiación estarán en la posición de exigir que esos contratos de seguro sean celebrados a través de intermediarios, agentes de seguro, que estén garantizados o respaldados por aseguradoras internacionales; o

⁸¹ "... desde 1990 Colombia ha venido implementando una estrategia de promoción de la inversión extranjera que contempla una serie de modificaciones normativas, incluida la Constitución misma, y la suscripción de diversos acuerdos que tienen por objeto su promoción y su protección. El resultado de estas acciones ha sido un incremento significativo de los capitales foráneos en el país": MARCELA ANZOLA y JUANITA VILLAVECES. *Tendencias actuales de la inversión extranjera en Colombia*, Grupo de Investigación Facultades de Economía y Jurisprudencia, Línea de Comercio Internacional e Inversión Extranjera, fascículo 11.

⁸² CARLOS GUSTAVO ARRIETA. "Riesgo político: análisis desde el punto de vista del abogado asesor", en *Revista de Derecho Privado Universidad de Los Andes*, n.º 7, p. 13.

⁸³ "The insurance industry has years of experience addressing project risks that includes writing coverage for completion risk, operating risk, political risk, off-take risk, and residual value": BOB PERCOPO y PETER J. HALLER. "Insurance solutions for Project Finance", *The Journal of Structured Finance*, Summer 1999, Vol. 5, n.º 2, p. 23.

⁸⁴ "In project finance there is a substantial degree of reliance placed on the performance of the project itself and as a result there is much emphasis on its feasibility and its sensitivity to various forms of risk. Unlike other forms of financing arrangement project finance is not primarily dependent on the credit support of the sponsors or the value of the physical assets and its debt payment is secured on the cash flow of the project vehicle": CAMILLE CHENGWING. "What is the role of insurance in the Project Finance matrix?". Consultado en [www.dundee.ac.uk/cepmlp/.../files.php?file].

podrán exigir que de no ser así, se dé una combinación de aseguradores nacionales e internacionales.

Los beneficiarios de estos contratos de seguro serán la compañía vehículo, la otra parte interesada en el contrato de que se trate y, además, los proveedores de financiación. Es precisamente esta calidad la que permite que la obligación de entregar información sea extendida también a ellos, los encargados de financiar el proyecto.

Como especiales beneficiarios del contrato de seguro, los proveedores de financiación deben recibir por parte del asegurador directamente, o en su defecto de su agente, toda la información relacionada con cualquier cambio en el estado material del riesgo asegurado⁸⁵. Esto implica que si por ejemplo el tomador del seguro le informa al asegurador sobre algún cambio en las condiciones del riesgo o de la cobertura inicialmente pactada, esa modificación debe ser inmediatamente conocida por los proveedores de financiación. Incluso puede incluirse una cláusula según la cual el asegurador se abstiene de hacer cualquier tipo de modificación a la póliza hasta tanto no sea conocida y autorizada por los financiadores del proyecto⁸⁶. En caso contrario, esas modificaciones serán completamente inoponibles para ellos⁸⁷.

Con el objeto de asegurar el cumplimiento de estas obligaciones especiales por parte del asegurador y/o agente de seguros, tendrán que asumir estas obligaciones expresamente, so pena de pagar multas y asumir responsabilidad frente a los proveedores de financiación del proyecto.

6. Operaciones anexas

Bajo este acápite nos referimos a operaciones anexas, pero no por eso menos importantes que las anteriormente descritas. Básicamente se trata de la necesidad de incluir dentro de la estructura del *Project Finance* la posibilidad de realizar transacciones para el manejo del riesgo de incumplimiento, conocido como "Hedging"⁸⁸ y los acuerdos tripartitos directos⁸⁹.

Las operaciones de manejo del riesgo dan lugar a diferentes transacciones financieras; así por ejemplo, es posible acudir al uso de contratos de derivados, cuyos beneficios serán incluidos en el *trust* explicado anteriormente. Nos estamos

⁸⁵ La obligación de informar sobre el estado de riesgo permanece en cabeza del tomador del seguro, sin embargo, cualquier modificación que sea conocida por el asegurador debe ser inmediatamente transmitida a los proveedores de financiación.

⁸⁶ CHENGWING. Ob. cit., p. 18.

⁸⁷ El efecto de inoponibilidad surge de la disposición contractual acordada entre el tomador del seguro, el proveedor de financiación y el asegurador.

⁸⁸ "Hedging is a risk management strategy used in limiting or offsetting probability of loss from fluctuations in the prices of commodities, currencies, or securities. In effect, hedging is a transfer of risk without buying insurance policies": tomado de [www.businessdictionary.com/definition/hedging.html].

⁸⁹ Acuerdos tripartitos para garantizar y proteger el derecho de intervención en caso de incumplimiento.

refiriendo a la realización de operaciones espejo, en las que el riesgo de contraparte es disminuido⁹⁰. Sin que sea el propósito de este escrito entrar a profundizar en el funcionamiento detallado de cada uno de los instrumentos, a continuación se explican las principales características de los productos disponibles para estos efectos; son ellos: futuros y swaps⁹¹.

Es oportuno indicar que el mercado de derivados se basa en gran parte en el manejo de riesgo de contraparte, pero además es un rentable mecanismo de financiación⁹². En el caso de los futuros se trata de contratos en que una parte acuerda enviar a la otra en una fecha establecida un específico bien a un determinado precio. El precio es acordado en el momento de celebración del contrato para ser pagado en la fecha inicialmente acordada⁹³. El manejo del riesgo en esta clase de productos financieros está dado por la diferencia en el verdadero valor de los bienes al momento de perfeccionarse su entrega. Entonces, es posible que el valor real de los bienes al momento de la entrega sea mayor que el precio inicialmente pactado, caso en el que se estará perdiendo la diferencia. Contrario es el caso en el que el precio pactado es superior al precio inicialmente pactado, de forma que la diferencia será la ganancia para el vendedor de los bienes.

En esta clase de transacciones cada una de las partes tiene la posibilidad de ganar o perder, dependiendo de las condiciones de mercado. Por esto es que se buscan transacciones espejo, en las que el riesgo sobre la diferencia, o "la protección sobre esa diferencia"⁹⁴, será cubierto por la segunda transacción.

De otro lado se encuentran los denominados Swaps, instrumento bajo el cual se encuentra una gran variedad de productos que son implementados principalmente para tasas de interés y tasas de cambio. El Swap es un contrato en virtud del cual cada parte acuerda hacer pagos periódicos a la otra equivalentes a los intereses acordados sobre una suma principal, y en los que el interés es calculado con bases diferentes⁹⁵. Esta definición puede resultar más clara con un ejemplo. La compañía A y la compañía B toman prestado 100 de terceras partes. El crédito tomado por A se pacta con una tasa de interés variable (p. ej., Libor más 1%). Por su parte, el crédito de B bajo la forma de emisión de bonos tiene una tasa fija del 10%.

Bajo este supuesto de hecho el swap sobre tasas de interés los pagos se hacen de la siguiente forma: B le paga a A sumas periódicas iguales a la tasa de interés variable de 100. A paga a B sumas periódicas a una tasa de interés fija de 100 más una suma adicional que representa la ganancia de B. Los pagos se acuerdan a una fecha específica en forma tal que pueden ser compensados.

⁹⁰ WOOD. Ob. cit., p. 425.

⁹¹ *Ibid.*, p. 427.

⁹² S. HENDERSON. *Henderson on derivatives*, LexisNexis, 2010, p. 16.

⁹³ *Ibid.*, p. 17.

⁹⁴ PHILIP WOOD. "Set-off and netting, derivatives, clearing systems", en Sweet y Maxwell (2007) p. 34

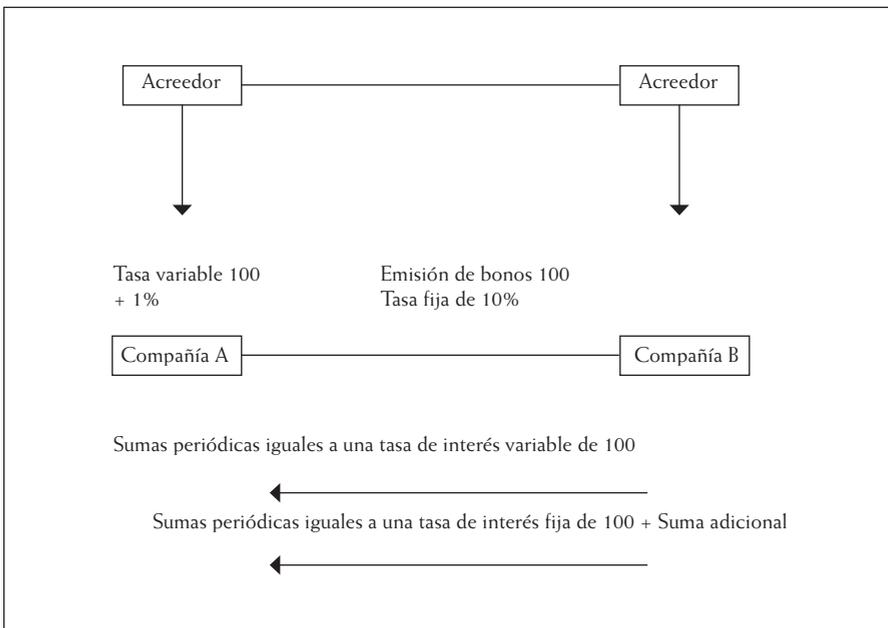
⁹⁵ *Ibid.*

La razón económica de una transacción en este sentido es que A es un banco que puede prestar dinero a una tasa fija, mientras que B tiene menos capacidad crediticia y por eso acude a la emisión de bonos.

Los pagos recíprocos no son en sí mismo intereses sino sumas iguales a los intereses calculados sobre una única suma principal, que para el ejemplo es 100.

Los acreedores de A y de B no se verán afectados, en la medida en que tendrán que cumplir con el pago de sus correspondientes obligaciones sin importar si los pagos dentro de la estructura del swap son realizados o no. Entonces, si B cae en insolvencia, A debe igualmente pagar la tasa del 10% a los tenedores del bono, así no esté recibiendo pagos por parte de B.

ESTRUCTURA SWAP DE TASA DE INTERÉS



Estos instrumentos son usualmente utilizados no solo como fuentes de financiación sino como instrumentos de manejo de riesgo de contraparte⁹⁶, pues frente a un eventual incumplimiento por parte de los contratistas en cualquiera de las relaciones contractuales que se generan en la estructura del *Project Finance*. Con independencia de la forma de configurar estos instrumentos, lo que los proveedores de financiación buscarán es que el beneficio que proviene de un swap o de un futuro sea incluido en el *trust*, en los términos ya explicados.

⁹⁶ R. GENGATHAREN. *Derivatives Law and Regulation*, Kluwer Law International, 2001, p. 21.

De otro lado encontramos los acuerdos tripartitos directos⁹⁷, que pueden dividirse en dos: aquellos hechos con la entidad contratante u otorgante de la licencia o concesión, y los hechos con el contratista. Para los acuerdos hechos con la entidad contratante, esta se compromete a dar un periodo de noticia a los proveedores de financiación antes de dar por terminados los derechos de la compañía vehículo de acuerdo con la licencia o la concesión debido a la ocurrencia de un evento de incumplimiento⁹⁸. El representante de los proveedores de financiación puede ser nominado dentro del periodo para ejercer los derechos de intervención en caso de incumplimiento.

En los acuerdos con los contratistas, ellos deben acordar con los proveedores de financiación la constitución de una garantía sobre los beneficios que del respectivo contrato va a recibir la compañía vehículo. El contratista se compromete a no dar por terminado el contrato sin dar previa noticia a los proveedores de financiación durante un periodo de noticia establecido⁹⁹. Igualmente los proveedores de financiación nombran a un representante o a un tercero para ejercer el derecho de intervención en caso de incumplimiento. A su vez, el contratista buscará que los proveedores de financiación se comprometan a garantizar el pago de las sumas necesarias para poder cumplir el contrato de que se trate.

CONCLUSIÓN

Como puede verse, la estructura del *Project Finance* responde al cumplimiento de diferentes requisitos impuestos por los proveedores de financiación. En general, desde la etapa de planeación del proyecto, y durante su ejecución y explotación, los proveedores de financiación son la parte clave para garantizar el éxito del proyecto en sí. Tal es la importancia que se otorga a los diferentes mecanismos de financiación que las disposiciones contractuales, la estructura de la operación, la constitución del *trust*, los derechos de intervención están pensados desde la perspectiva de garantizar el pago de las obligaciones crediticias.

La importancia del uso del *Project Finance* está dada por la envergadura de los proyectos, que si bien en su mayoría son de infraestructura, también pueden versar sobre producción de energía, nuevas tecnologías, telecomunicaciones. En todos ellos el elemento común es que son medios de desarrollo económico. Es precisamente la búsqueda del desarrollo sostenible lo que genera la participación de banca comercial y multilateral. Tal como se explicó a lo largo de este trabajo, la multiplicidad de intereses y de entes interesados en el proyecto exige que la estructura del mecanismo sea consistente con los actores participantes y las necesidades del proyecto.

⁹⁷ ANDREW MCKNIGHT. *The Law of International Finance*, Oxford University Press, 2008, p. 792.

⁹⁸ *Ibíd.*, p. 796.

⁹⁹ *Ibíd.*, p. 797.

El segundo elemento fundamental dentro del *Project Finance* es el manejo eficiente de los riesgos envueltos en la operación. Tal como se indicó en el anterior análisis de los diferentes tipos de riesgo, el manejo de ellos descansa en la cuidadosa redacción de las cláusulas contractuales acompañadas de efectivos mecanismos de resolución de controversias; así como en el uso de sistemas de cobertura del riesgo como contratos de seguro y transacciones en el mercado de derivados financieros, y en la especial documentación exigida para el manejo del riesgo ambiental de acuerdo con los requerimientos de los llamados *Equator Principles*. Todas estas son formas de instrumentalizar el manejo del riesgo y buscar la mayor efectividad posible.