



Entrevista a Gemma Gutierrez, experta en *project finance*¹

1. Cuéntanos un poco sobre tu experiencia en el mundo del *project finance*

Mi experiencia en *project finance* empezó en 2008, cuando comencé a trabajar en el departamento de financiaciones estructuradas de una empresa de ingeniería que desarrollaba y construía grandes proyectos a nivel internacional. En este rol tuve que relacionarme con un abanico amplio de agentes que participan en un *project finance* y en varias geografías del planeta. Para poderlos acometer nos especializamos en este tipo de financiaciones teniendo la suerte de poder aprender de los mejores y viajar por diversas regiones. Tras ello, y aunque he cambiado de empresa, nunca me he desvinculado de esta modalidad de financiación, lo que me ha permitido alcanzar el cierre financiero de más de 3 500

millones de euros a largo plazo bajo la modalidad de *project finance*.

2. En el caso de América Latina y el Caribe, ¿qué nos puedes comentar acerca de los distintos proyectos utilizando el *project finance* en los que has participado?

América Latina y el Caribe es muy diversa y la situación varía en función del país donde nos encontremos. Esta diversidad se traduce, también, en una diversidad de rentabilidades mínimas exigidas a los proyectos, ya que uno de los factores que determinan el coste de capital es el riesgo país. Si ponemos como ejemplo a Chile, con una gran calidad crediticia y con un mercado muy desarrollado,

En Perú vemos cómo en el Plan Nacional de Energía se han marcado varios objetivos principales entre los que se encuentran lograr la autosuficiencia en la producción de energía y desarrollar un sector energético con mínimo impacto ambiental y bajas emisiones de carbono en un marco de desarrollo sostenible.

concretamente hablando, de generación eléctrica, vemos que debido al déficit energético y a la demanda de energía creciente, es un país muy interesante para el desarrollo de estos proyectos. Bajo esta modalidad de project finance, por ejemplo, se ha completado recientemente el proyecto solar de Cerro Dominador con una potencia de 210 MW y una inversión de USD 1300 millones, cuyo desarrollo ha sido posible gracias a esta modalidad de financiación. Del mismo modo, en Perú vemos cómo en el Plan Nacional de Energía se han marcado varios objetivos principales, entre los que se encuentran lograr la autosuficiencia en la producción de energía y desarrollar un sector energético con mínimo impacto ambiental y bajas emisiones de carbono en un marco de desarrollo sostenible. Aunque existe una clara tendencia a la baja en los precios medios de los proyectos adjudicados, resultado del avance de las tecnologías renovables en los



últimos años y una mayor oferta energética, sigue siendo un mercado muy interesante para este tipo de proyectos.

También nos encontramos con otras regiones de mayor riesgo, donde puede haber retrasos en los pagos o donde la calidad crediticia limita la financiación de proyectos con base en contratos firmados con entidades públicas. En este sentido, las instituciones financieras de desarrollo y las instituciones multilaterales pueden servir de gran ayuda al facilitar la financiación ofreciendo garantías adicionales a dichos contratos.

3. **Has estado involucrada en la estructuración de financiamiento para grandes proyectos. ¿Qué hace interesante y atractivo el project finance en este tipo de inversiones?**

Desde mi experiencia de todos estos años, observo muchas ventajas por las que este tipo de financiación es interesante en la materialización de proyectos de gran envergadura para todas las partes que participan en ellos. Por un lado, desde el punto de vista de las empresas privadas (constructoras y tecnológicas) que desarrollan los proyectos, pueden acometer volúmenes de proyectos que bajo otra modalidad de financiación no podrían, ya que exceden la capacidad de endeudamiento de sus balances, y esto es posible porque los balances no quedan comprometidos bajo esta modalidad de financiación. Por esta misma razón, las instituciones financieras evitan concentrar el riesgo en determinadas empresas desarrolladoras, ya que la garantía que tienen para el repago de la deuda no sería el balance de las empresas desarrolladoras, sino la capacidad del proyecto de generar flujos de caja, por lo que evitan el riesgo de las empresas desarrolladoras para pasar a riesgo de proyecto. Los proyectos financiados bajo esta modalidad tienen, por tanto, flujos de caja predecibles y estables con base en contratos o acuerdos a largo plazo con instituciones generalmente públicas o con una fuerte calidad crediticia, lo que minimiza el riesgo de repago de una financiación bajo esta estructura permitiendo, a su vez, altas tasas de apalancamiento y bajos costos de financiación.

4. **¿En qué tipo de proyectos has observado que funciona mejor la financiación con la modalidad de project finance, o en qué sectores?**

Hay varias características que facilitan la financiación en la modalidad project finance. Por un lado, los proyectos

que permiten la existencia de un ingreso recurrente y lo más predecible posible son susceptibles de ser financiados bajo esta modalidad. Esto se articula a través de un contrato, generalmente con una institución pública que requiere la infraestructura que proveerá del producto o servicio y que nos asegura su compra a un precio determinado. Por ejemplo, se puede citar la construcción y operación de plantas de generación de energía renovable, tales como las eólicas o las solares (termosolares o fotovoltaicas), las autopistas o los hospitales. La segunda característica es el grado de desarrollo de la tecnología que se va a implementar. En este sentido, será más complicada la financiación de proyectos con bajo estado de maduración dado que implican un alto riesgo tecnológico. Asimismo, la existencia de un marco regulatorio estable y transparente y de un mercado financiero desarrollado es una condición necesaria. Si bien lo anterior es cierto, la Banca de Desarrollo y las entidades multilaterales tienen grandes capacidades para solventar muchas de estas limitaciones, no solo en su capacidad de actuar como financiadores en proyectos que por particularidades tecnológicas no sean accesibles para la banca comercial, sino en su capacidad de ser el centro y el motor de la articulación de las financiaciones aportando garantías frente a marcos institucionales más débiles, así como dotando de solidez a los contratos de compraventa cuando la entidad gubernamental necesite dicho refuerzo.

5. Uno de los aspectos más críticos de los proyectos es la gestión de los riesgos. ¿Qué tan relevantes son y si se facilita un poco su administración utilizando el project finance, o no tiene mayor incidencia en esto?

Efectivamente, la gestión de riesgos es de especial relevancia en este tipo de financiación, porque la garantía de repago que tienen las instituciones financieras es la capacidad que tiene el proyecto de generación de caja, por



La Banca de Desarrollo tiene grandes capacidades para solventar muchas de estas limitaciones; por ejemplo, ayudando en la construcción de proyectos que por su riesgo tecnológico no son accesibles para la banca comercial, pero sí lo pudieran ser para las entidades de desarrollo.

lo que debemos analizar en profundidad cada uno de los riesgos que puede afectar dicha generación de caja y asignarlo a la parte que esté mejor capacitada para gestionarlo. Por ejemplo, riesgos de construcción deben ser adjudicados a las empresas de construcción, evitando que el proyecto asuma ningún riesgo para cuya gestión no estará capacitado. La delimitación de estas responsabilidades se sustenta en una sólida arquitectura contractual y en un modelo financiero que visualiza cómo se producirá el repago de la financiación. Se trata de asegurarnos que el proyecto podrá hacer frente a sus obligaciones hasta en los peores escenarios posibles.

El desarrollo de la Agenda 2030 señala otras infraestructuras, como las que facilitan la generación de energía limpia, o las líneas de transmisión que permiten su conexión, o el desarrollo de redes de transporte que permitan la cohesión de las distintas regiones; también son extremadamente necesarias, además de beneficiosas, para el desarrollo de las regiones.

6. En la coyuntura actual, ¿ves muy propicia la oportunidad para utilizar el project finance en el desarrollo de proyectos de infraestructura social, salud, educación, por ejemplo?

Efectivamente, en la situación en que nos encontramos se da la combinación de una necesidad de inversión en infraestructuras con la limitación presupuestaria que enfrentan los Estados. Con respecto a la necesidad de infraestructuras, la reciente pandemia ha puesto de relieve cómo la capacidad hospitalaria, por ejemplo, no era suficiente. El desarrollo de la Agenda 2030 señala otras infraestructuras, como las que facilitan la generación de energía limpia, o las líneas de transmisión que permiten su conexión, o el desarrollo de redes de transporte que permitan la cohesión de las distintas regiones; también son extremadamente necesarias, además de beneficiosas, para el desarrollo de las regiones. Esto se da en un entorno en el que los Estados enfrentan importantes limitaciones presupuestarias, por lo que las asociaciones público-privadas son una herramienta fundamental. El uso del project finance permite la financiación de estas infraestructuras muy intensivas en capital por las instituciones privadas, respaldadas bajo un compromiso a largo plazo por las instituciones públicas.

7. Generalmente, este tipo de instrumentos o modalidades de financiación se utilizan en proyectos grandes. ¿Se pueden aplicar en proyectos pequeños? ¿De qué depende? ¿Se requieren algunas condiciones particulares?

Este tipo de financiaciones está pensado para proyectos de gran envergadura, ya que su estructuración requiere

un periodo importante de análisis y negociación, así como asesores, que la hacen costosa, por lo que no es aconsejable para proyectos pequeños debido a que los costos pueden ser similares, independientemente del volumen del proyecto.

Pero aunque esto sea cierto, nos encontramos con la posibilidad de acometer proyectos pequeños que se puedan agrupar bajo una misma financiación, como pueden ser distintas plantas pequeñas de generación fotovoltaica agrupadas en un único paquete de financiación.

8. ¿Dónde, normalmente, se originan los principales problemas en este tipo de financiación y que aconsejarías tener especial atención?

Hay varios factores que pueden complicar una financiación, el primer paso es partir de un buen contrato de compraventa de servicios o productos, no solo desde el punto de vista de la cuantía, sino desde el punto de vista de la claridad sobre las obligaciones y compromisos de cada una de las partes. Más allá de esto, quizás lo más sensible, y por lo que más fácilmente se puede complicar o incluso imposibilitar un cierre financiero, es por la gestión de permisos, no solo en casos extremos en los que no se consigan, sino en casos más comunes en los que su obtención puede generar retrasos y dichos retrasos pueden complicar la viabilidad del proyecto; por ejemplo, proyectos que deben entrar en operación en una fecha concreta, o variaciones en tipos de cambio o en moneda, que afectan seriamente la viabilidad económica del proyecto.



9. ¿Qué errores, comúnmente, se cometen cuando se utiliza el project finance?

Los grandes fracasos, históricamente, se han dado por una mala previsión en los flujos de caja. Es muy conocido el caso, por ejemplo, de Eurodisney, en el que las proyecciones se hicieron con base en su experiencia con el consumidor norteamericano y no se correspondía con el consumidor europeo (un error en la estimación del riesgo de demanda). Habrá que tener muy presentes, también, las capacidades de las empresas seleccionadas para la construcción y su experiencia en el terreno concreto, ya que los fallos de diseño o en la construcción pueden ser fatales para la viabilidad del proyecto, tanto por el desempeño posterior que tenga la infraestructura como por los sobrecostos y retrasos. Un ejemplo muy conocido de estos últimos errores es el caso del Eurotúnel que conecta a Reino Unido con la Europa continental. Por ello es tan necesario hacer un buen análisis de riesgos y sensibilidades para garantizarnos que, incluso en el peor escenario, el proyecto podría hacer frente a sus pagos.

10. Como consultora de ALIDE, ¿qué oportunidades ves para los bancos de desarrollo? ¿Qué les recomendarías hacer y qué no hacer?

Creo que la Banca de Desarrollo puede ser el motor para que se puedan acometer estas infraestructuras, desde varios puntos de vista. Por un lado, ayudando a las instituciones gubernamentales en el desarrollo de las licitaciones para que, bajo su guía, dichas licitaciones sean financiables. Por otro lado, podrían participar directamente en la financiación de proyectos aportando fondos u otorgando garantías, pues su participación, en muchos casos, puede servir de guía para la banca comercial. Lo que recomiendo no hacer es tomar una postura pasiva ante esta posibilidad de agilizar el desarrollo de las regiones, activando nuevas infraestructuras y facilitando la participación y creación de entidades privadas.

11. ¿Algo más que quisieras comentar y que podría ser importante para las instituciones financieras, entidades públicas y privadas que aún no se animan a utilizar el project finance?

Animarlos a que utilicen esta herramienta, que es muy beneficiosa para todas las partes implicadas. Desde un



punto de vista de instituciones o entidades públicas, podrían acometer estos proyectos sin comprometer sus capacidades de endeudamiento y favoreciendo la distribución de riesgos. Esto mismo es aplicable a las instituciones privadas que desarrollen y operen estos proyectos, bajo la modalidad de project finance. A las instituciones públicas también les remarcaría la importancia de la necesidad de tener marcos regulatorios estables y procesos transparentes que propicien la participación de instituciones privadas de manera internacional, favoreciendo el trasvase de conocimiento y el desarrollo de una industria local. Desde el punto de vista de las instituciones financieras, pasarán de un riesgo balance a un riesgo proyecto, esto tiene grandes ventajas al limitar su exposición a los desarrolladores y dado que una vez pasado el periodo de construcción son activos con ingresos recurrentes y estables, con base en contratos estables y garantizados, como hemos dicho, por instituciones gubernamentales generalmente, o, en su caso, si dicha garantía no resultase de la suficiente fortaleza, se podría contragarantizar por instituciones de desarrollo o multilaterales. Esta fortaleza en los flujos de caja hace que, incluso, aunque el promotor pueda afrontar problemas financieros, el proyecto estará protegido y manteniendo sus capacidades de repago.

1 Consultora de ALIDE con amplia experiencia internacional en project finance en empresas privadas y organismos internacionales. También es profesora en la Universidad Loyola de Andalucía (España).