

Alternativas para la financiación de proyectos: Project Bonds

En un contexto como el actual, donde las restricciones del acceso al crédito bancario son cada vez mayores para las empresas, como se refleja en las fuertes exigencias en términos de diferenciales y garantías o en la reducción de plazos, los proyectos a largo plazo que tradicionalmente se financiaban a través de Project Finance necesitan una alternativa real de financiación ajena al canal bancario. Esta necesidad común tanto en España como en Europa podría ser cubierta mediante un instrumento de financiación ampliamente utilizado en Estados Unidos y en los países emergentes: los Project Bonds.

Javier Serrano

Los Project Bonds son emisiones públicas o privadas de bonos destinadas a la captación de recursos para financiar un proyecto específico sin recurso a los socios –o con recurso limitado al proyecto que financian–, donde los flujos de caja futuros que genere el proyecto serán utilizados para el pago de cupones y la amortización del principal de los bonos. Por ello, el proyecto debe tener entidad jurídica independiente, mediante la constitución de una sociedad-proyecto o special purpose vehicle (SPV) encargada de realizar la emisión de los bonos, cuyos activos, contratos y flujos de caja están separados de los correspondientes a los promotores del proyecto.

Habitualmente estos instrumentos se utilizan para la financiación de grandes proyectos e infraestructuras desde su fase inicial, lo que se conoce como proyectos Green Field, aunque cada vez es mayor su uso en la refinanciación de proyectos que se encuentran en fases avanzadas e inicialmente estaban financiados con deuda bancaria.

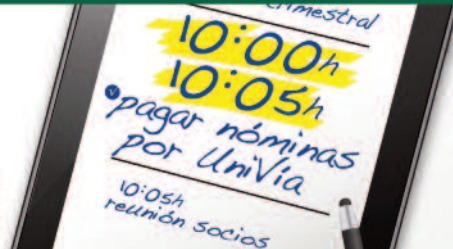


[Stockbyte]/Thinkstock.

El desarrollo de los Project Bonds se encuentra ligado a la financiación en sectores que requieren grandes inversiones como la construcción de infraestructuras y plantas de energía, o el desarrollo de proyectos en el sector del petróleo, el gas o la minería. A pesar del desarrollo internacional de este mercado, que solamente en 2012 captó 24.127 millones de dóla-

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, libro 3.859, sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224



CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES 144A/REG S Y LOS REG D

	144a/Reg S Público	Reg D Privado
Carácter de emisión		
Volumen de emisión	> 500 millones USD	100 - 400 millones USD
Listing	Recomentable	No requisito
Rating de agencias internacionales	2 calificaciones	1 calificación
Documentación para el inversor	Circular	Memorandum del emisor y un agente
Due Dilligence	Realizada por el suscriptor	Realizada por el inversor
Amortización anticipada de principal	No	No

Fuente: Afi.

res, solo existen dos tipos de bonos con características y requisitos diferentes para su emisión: el tipo 144a/Reg S y el tipo Reg D.

En general, debido a la falta de liquidez de estos bonos en el mercado secundario, los inversores en este tipo de instrumentos suelen ser compañías de seguros y fondos de pensiones. Sin embargo, dentro del marco europeo existe cierta incertidumbre sobre el tratamiento que recibirán estos activos bajo la normativa de Solvencia II, incluso cabe la posibilidad de que se prohíba o se exijan condiciones específicas a los fondos de pensiones que inviertan en este tipo de activos.

PROCESO DE EMISIÓN DE UN PROJECT BOND

El proceso de emisión de un Project Bond al mercado tiene una duración media de entre 8 y 12 semanas desde que se realizan los primeros trámites, dado que conlleva una serie de actuaciones que se describen a continuación:

1. **Constitución de una SPV o sociedad-proyecto** desde la que se procederá a la emisión de los bonos. En el entorno europeo es habitual que estas sociedades se localicen en países como Luxemburgo o Irlanda por las ventajas que ofrecen su sistema fiscal y su marco jurídico.
2. **Elaboración de una due diligence** en un plazo de dos o tres semanas, para lo que se precisan los servicios de abogados, expertos independientes que elaboren los pertinentes informes técnicos de mercados, seguros y cualquier otro do-

cumento que soliciten posteriormente las agencias de rating.

3. **Calificación crediticia o elaboración del rating de los bonos**, que se desarrolla en un plazo de cuatro o cinco semanas. En esta etapa se celebran varias reuniones para presentar el proyecto a las agencias de calificación, que otorgaran a los bonos un rating en función de la viabilidad y las características del mismo.

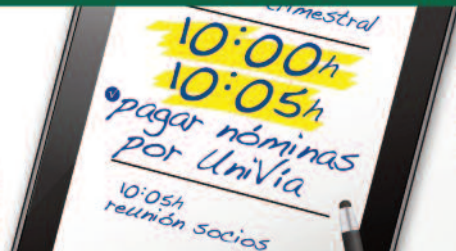
4. **Redacción de la Circular de Oferta y presentación de marketing** que se entregará a los inversores. Una vez que se han elaborado estos documentos, se procede a la presentación de la oferta mediante roadshows y reuniones con los inversores durante un periodo aproximado de entre dos y cuatro semanas.

5. Por último, los agentes o bancos de inversión colocadores que se hayan contratado para llevar a cabo la emisión realizarán un estudio de la demanda potencial, y se entablará una negociación con ellos sobre el precio y el momento adecuado para sacar al mercado la emisión.

Cabe señalar que cuando se utiliza este tipo de financiación desde el inicio de un proyecto aparecen algunos inconvenientes para los promotores. En primer lugar, es difícil conseguir que los bancos de inversión que actúan como agentes colocadores aseguren la emisión o una parte de la misma, como es habitual en otro tipo de emisiones al mercado, debido al alto riesgo inherente durante la fase de construcción. La incapacidad de utilizar una compañía *aseguradora monoline* que eleve la calificación de

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicajab.es 901 111 133 - 952 076 224



los bonos durante esta primera fase de los proyectos provoca un mayor riesgo de crédito asumido por el inversor y, por tanto, aumenta la rentabilidad exigida y reduce el precio del bono.

Un problema adicional que presenta este tipo de financiación cuando se trata de proyectos en su fase inicial es el carry negativo que supone captar de una sola vez el importe total de la financiación. El problema surge porque estos fondos serán empleados por la empresa a lo largo de la vida del proyecto, haciendo uso de ellos en diferentes momentos desde el inicio de la construcción, pero los intereses o el devengo de cupones se van acumulando desde el momento inicial sobre el importe total captado, a diferencia de los Project Finance donde se van realizando disposiciones de deuda en los momentos en que existen necesidades de inversión en el proyecto. Hay que tener en cuenta que en estos primeros años, el proyecto no genera flujos de caja que cubran el pago de cupones y, por ello, es habitual que los bonos se emitan una vez que los flujos de caja del proyecto comienzan a ser positivos, lo que se conoce como fase *ramp-up*.

VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LOS PROJECT BONDS

Entre las ventajas de los Project Bonds respecto a la financiación bancaria mediante Project Finance destacan los siguientes aspectos:

- Permiten obtener plazos de financiación más largos, con un vencimiento medio de 20 años frente a los 10 años de la deuda bancaria.
- En ocasiones, la amplitud de los vencimientos de los Project Bonds permiten realizar la amortización del bono a la conclusión del proyecto, es decir, no dejar colas en los proyectos. Sin embargo, los plazos más reducidos en el Project Finance conllevan un riesgo de refinanciación asociado.
- El Project Bond tiene un coste fijo conocido por el emisor, con un pago de cupones fijo, mientras que el coste de la deuda bancaria dependerá

de los tipos de interés en el momento de la refinanciación del proyecto.

- No se exigen covenants, por lo que la flexibilidad del promotor durante la ejecución y explotación del proyecto es mayor que en el caso del endeudamiento bancario.

- Permiten invertir en el proyecto a un amplio abanico de participantes, en particular, a los inversores institucionales que aportan gran parte de los fondos necesarios.

- La agilidad de los trámites necesarios permite una rápida ejecución de la operación y una captación de fondos en un plazo medio de entre 8 y 12 semanas.

Sin embargo, este tipo de financiación también presenta ciertos riesgos y desventajas:

- Elevados costes en la elaboración del instrumento y en su emisión, debido a las comisiones de los agentes encargados del proceso de emisión del bono.

- Captación del importe total de la financiación desde un primer momento, acumulando intereses o devengando cupones sobre el volumen total de fondos captados desde entonces.

- Necesidad de obtener al menos una o dos calificaciones crediticias, en función del tipo de instrumento y del volumen de fondos que se pretenda captar.

- Ilquidez del mercado que permita a los inversores deshacer su posición mediante la venta del instrumento en el mercado secundario.

- Escasa variedad de instrumentos que se adapten a las características específicas requeridas por las empresas.

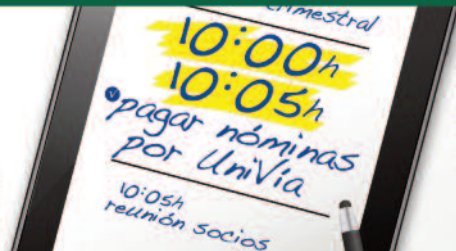
- No es posible amortizar el principal de los bonos con anterioridad a la fecha estipulada en el momento de la emisión.

PROJECT BOND EUROPEOS

A pesar de presentarse como una alternativa real a la financiación tradicional de proyectos, los

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicajabanco.es 901 111 133 - 952 076 224



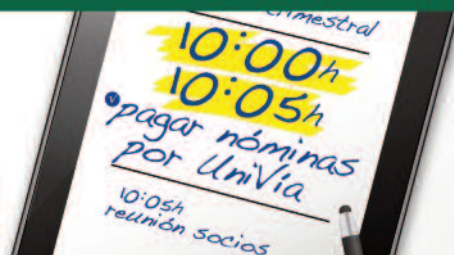
Project Bonds han experimentado un desarrollo muy reducido en Europa durante los últimos años. Por ello, la Unión Europea y el Banco Europeo de Inversiones (BEI) comenzaron a finales de 2011 a diseñar un instrumento financiero para facilitar la captación de deuda por parte de los promotores privados en proyectos de infraestructuras a desarrollar por concesión o por colaboración público privada (CPP).

Los fondos destinados a este mecanismo proceden del paquete de medidas aprobadas por la Co-

misión Europea para la cofinanciación de infraestructuras de interés europeo por importe de 50.000 millones de euros. El funcionamiento del mecanismo consistiría en la inyección de fondos en el proyecto o su compromiso contingente con carácter subordinado a la deuda senior, protegiendo a ésta del riesgo de crédito y elevando su calidad crediticia. Con ello, se pretende mejorar el acceso a financiación para las sociedades-proyecto, dotándolas de capacidad de emisión de Project Bonds ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10.
12. 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga.
Tome 4.952. Libro 3.859. Sección 8. Hoja
MA-111580. Folio 1. Inscripción 1. C.I.F.
A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224

