

# Financiación de proyectos (*project finance*) – Particularidades de la financiación de concesiones de transporte urbano de autobuses

Ander Valverde González-Morejón

Socio de Pérez-Llorca

DEPARTAMENTO DE BANKING AND FINANCE

Gonzalo Ávila Lafuente

Abogado de Pérez-Llorca

DEPARTAMENTO DE BANKING AND FINANCE

<b>I.</b>	<b>Planteamiento de la cuestión</b>	<b>18</b>
<b>II.</b>	<b>Concepto y características del <i>project finance</i></b>	<b>19</b>
<b>III.</b>	<b>Partes intervinientes</b>	<b>22</b>
	1. El vehículo del proyecto	23
	2. La administración concedente	23
	3. Los promotores	24
	4. Las entidades financiadoras	24
	5. Los asesores de los financiadores	26
<b>IV.</b>	<b>Principales riesgos en las operaciones de <i>project finance</i></b>	<b>26</b>
<b>V.</b>	<b>La financiación del proyecto – Estructura y contenido de los principales contratos financieros</b>	<b>27</b>
	1. Naturaleza jurídica	27
	2. Estructura de la financiación – financiación externa y aportación de fondos propios	28
	3. El contrato de financiación senior	29
	3.1 Principales particularidades	29
	3.2 El sistema de cuentas y la cascada de pagos	30
	3.3 Las restricciones a las distribuciones a los promotores	32
	3.4 Los supuestos de amortización anticipada obligatoria	32
	3.5 Ratios financieros	33
	4. El acuerdo marco de líneas de financiación bilateral	35
	5. Otros contratos de financiación	36
	6. Las garantías reales y/o los compromisos de aportaciones económicas	36
	6.1 La hipoteca sobre la concesión y pignoración de los derechos de crédito	36
	6.2 Garantías reales de los promotores y/o compromisos de aportaciones económicas	37
	6.3 Otras garantías	38
<b>VI.</b>	<b>Conclusión</b>	<b>38</b>

# Índice/



**Resumen:** El presente artículo pretende abordar las principales notas características de una financiación mediante la modalidad de *project finance*, con especial atención a la financiación de concesiones de transporte urbano, y la necesidad de la participación privada para el desarrollo de este tipo de servicios. Asimismo, se pretende analizar sucintamente los principales actores intervinientes, la estructura habitual para este tipo de operaciones de financiación de proyectos, así como las garantías más habituales.

**Abstract:** This article addresses the main features of project finance financing, with a special focus on the financing of urban transport concessions, and the need for private investment in the development of these services. It will also briefly analyse the main stakeholders involved, the typical structure for these types of project finance deals, as well as the most frequent guarantees.



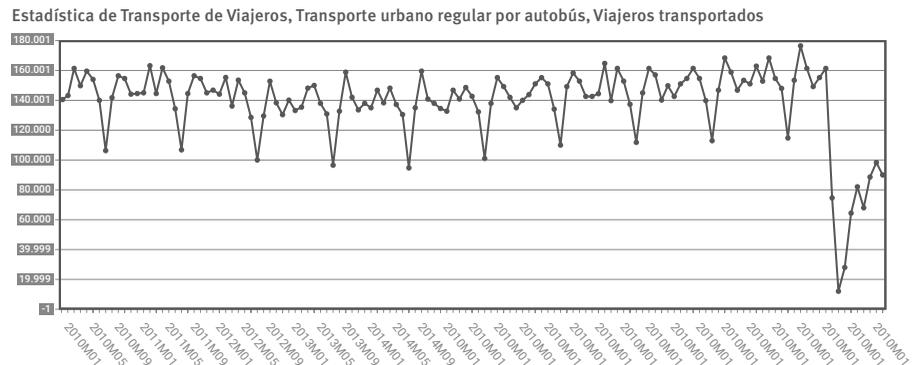
**Palabras clave:** Financiación de proyectos, concesiones administrativas, financiaciones sindicadas, garantías, Ley de Contratos del Sector Público, financiación de infraestructuras, compromisos financieros.

**Keywords:** Project finance, administrative concessions, syndicated financing, guarantees, Public Sector Contracts Act, infrastructure financing, financial commitments.

# Financiación de proyectos (*project finance*) – Particularidades de la financiación de concesiones de transporte urbano de autobuses

## I. Planteamiento de la cuestión

El transporte público de autobuses es uno de los medios de transporte colectivos más utilizados en España. La estadística se puede observar en la gráfica incluida a continuación<sup>1</sup>:



El Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana (“**MITMA**”), con ocasión de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Agenda 2030, presentó en julio de 2020 la consulta pública previa a la elaboración del anteproyecto de ley de movilidad sostenible y financiación del transporte.

Como los propios antecedentes de dicho anteproyecto indican, se pretende “implementar las reformas estructurales necesarias para crear las condiciones que favorezcan una movilidad de personas y mercancías basada en los principios de seguridad, sostenibilidad y digitalización, así como establecer los principios aplicables a la financiación del transporte público”.

No hay que olvidar el impacto que, entre otros sectores, ha tenido la emergencia sanitaria, económica y social provocada por la pandemia COVID-19 en el ámbito del transporte urbano de pasajeros. Particularmente, durante el año 2020 se ha producido un descenso en el uso de este medio de transporte del 46,5% frente al 2019, habiendo sido uno de los sectores más afectados económicamente durante el 2020.

El transporte público urbano es una de las opciones más favorables a los efectos de reducir la congestión de tráfico urbano y reducir el uso de vehículos privados, a fin de desplazarse por la ciudad, siendo necesario, entre otros, la renovación y adquisición de vehículos de transporte urbano (autobuses) sostenibles y eficientes desde un punto de vista medioambiental.

<sup>1</sup> Fuente: Instituto Nacional de Estadística. Periodo 2010-2020.

La Comisión Europea publicó en 2017 la Comunicación denominada “Europa en movimiento: una agenda para una transición socialmente justa hacia una

movilidad limpia, competitiva y conectada para todos”<sup>2</sup>. Esta Comunicación incluye iniciativas destinadas a modernizar la movilidad y el transporte europeo, así como el denominado como “Pacto Verde Europeo” destinado, entre otros, a favorecer una movilidad urbana más sostenible<sup>3</sup>.

En el periodo comprendido entre 2014 y 2020 se han destinado aproximadamente 12.800 millones de euros con cargo a los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos para la financiación de transporte urbano limpio, así como para sistemas de transporte inteligentes, carriles bicicleta y transporte multimodal<sup>4</sup>.

A estos efectos, dada la gran acometida de inversión necesaria para poder alcanzar dichos objetivos y que se lleve a cabo una transformación hacia un sistema de transporte urbano de pasajeros sostenible y medioambientalmente eficiente, es necesario incluir en el proceso, no sólo a las administraciones públicas, sino también al sector privado, y ello mediante la prestación/concesión de servicios a través de la participación público-privada.

En este contexto, una de las modalidades más idóneas para la financiación de la puesta en marcha y explotación de la concesión de transporte público, así como para el mantenimiento y la gestión de líneas de transporte de viajeros, sería mediante la modalidad *project finance*.

El fin del presente artículo es, precisamente, abordar la forma de implementación de la financiación mediante la modalidad de *project finance* y, en particular en el ámbito de desarrollo y explotación de una concesión de transporte terrestre urbano (autobuses), con base en nuestra experiencia profesional.

El presente artículo se basa en lo que constituye, a nuestro juicio, la práctica común en el mercado en relación con la implementación de la financiación mediante la modalidad de *project finance* en el ámbito de desarrollo y explotación de una concesión de transporte terrestre urbano (autobuses).

## II. Concepto y características del *project finance*

El término de financiación de proyectos o *project finance* se usa tradicionalmente para referirse a una estructura de financiación en la que se combinan deuda, capital y diversas técnicas de refuerzo del crédito para la puesta en marcha y explotación de un proyecto.

Los proyectos que se financian mediante esta modalidad de financiación exigen una inversión inicial alta, aunque posteriormente los gastos de mantenimiento no sean excesivamente altos –en este tipo de proyectos en particular–. Asimismo, se trata de proyectos que, una vez realizada la inversión inicial necesaria para su construcción y puesta en marcha, son capaces de generar flujos de ingresos de larga duración y razonablemente predecibles.

---

2 Comunicación COM/2017/0283 final de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones Europa en movimiento. Una Agenda para una transición socialmente justa hacia una movilidad limpia, competitiva y conectada para todos.

---

3 Tribunal de Cuentas Europeo, Informe especial 06/2020: Movilidad urbana sostenible en la UE. No es posible una mejora sustancial sin el compromiso de los Estados miembros 2020/C 81/03.

---

4 Tribunal de Cuentas Europeo Informe especial 06/2020: Movilidad urbana: No es posible una mejora sustancial sin el compromiso de los Estados miembros 2020/C 81/03.

De la larga duración y naturaleza predecible de los ingresos se deriva una de las principales notas configuradoras de este tipo de financiación, consistente en que la fuente y principal garantía de repago de la misma lo constituye el *cash-flow* generado por el proyecto financiado. En efecto, las entidades financiadoras en este tipo de operaciones no basan su evaluación crediticia en el patrimonio de la financiada o en su solvencia económica y alta calificación crediticia –tal y como ocurre en las financiaciones corporativas tradicionales–, sino que su decisión obedece a la capacidad del proyecto financiado de generar los ingresos necesarios para la amortización de la financiación.

Asimismo, este tipo de financiaciones se encuentran eminentemente en el marco de la financiación de proyectos relacionados con sectores regulados (energía, infraestructuras, telecomunicaciones, transportes, etc.).

Al no financiarse una actividad empresarial ya implantada en el mercado sino un proyecto nuevo del que es titular una sociedad de nueva constitución (que, en ocasiones puede ser una *joint venture* entre promotores de reconocido prestigio en el sector), existe una ausencia de recurso (*non-recourse*) o un recurso limitado (*limited recourse*) a los promotores del proyecto. En consecuencia, el rendimiento y los resultados de explotación del proyecto (tras cubrir las necesidades operativas y financieras), tanto desde un punto de vista técnico como económico, son elementos esenciales para los promotores.

Como consecuencia del impacto de la COVID-19 y del estado de alarma en España, ha quedado demostrado que, sin perjuicio de que se pueda aportar un estudio o caso base que refleje un flujo predecible de ingresos, pueden acontecer eventos impredecibles que tengan un impacto material y negativo en el volumen de viajeros y una consecuente reducción de los ingresos, por lo que las entidades financiadoras, así como la financiada y los promotores, querrán regular dichas eventualidades a fin de evitar que se produzca el impago de la financiación y la resolución anticipada de la financiación.

En particular, en cuanto a los proyectos de transporte urbano (autobuses) público de viajeros, los ingresos de la sociedad adjudicataria (la financiada) provienen de la contraprestación percibida por la financiada de la explotación en exclusiva de una concesión de servicios de transporte de viajeros.

Dicha concesión administrativa, en la actualidad, se regulará, entre otras disposiciones, por lo previsto en la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014 (“**LCSP**”), por el Real Decreto 1098/2001, de 12 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento general de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas, los pliegos administrativos rectores de la relación contractual que publique la administración concedente, así como en el propio contrato que se formalice con la administración concedente.

Como nota esencial, es necesario tener en cuenta que, además de la prestación de los servicios por parte de la sociedad adjudicataria, al amparo de la concesión administrativa, dicha sociedad asume también el riesgo operacional de dicho servicio, esto es, la administración concedente le transmite el derecho en exclusiva de la explotación de un servicio, y con ello el derecho a la percepción de una contraprestación económica derivada de la explotación. Asimismo, la sociedad adjudicataria asumirá el eventual riesgo de mercado, por ejemplo, el riesgo de que el volumen y frecuencia de pasajeros disminuya o que no sea suficiente para cubrir la inversión realizada por parte de la sociedad adjudicataria.

El propio preámbulo de la LCSP dispone que “[e]n lo que respecta a los contratos de concesión de obras y de concesión de servicios, merece destacarse que en ambas figuras necesariamente debe haber una transferencia del riesgo operacional de la Administración al concesionario, delimitándose en el artículo 14 de la Ley, en línea con lo establecido en la nueva Directiva<sup>5</sup> de adjudicación de contratos de concesión, los casos en que se considerará que el concesionario asume dicho riesgo operacional”.

Según indica la propia jurisprudencia en relación con el riesgo operacional asumido por la sociedad adjudicataria, “[l]a Directiva 2014/23/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de febrero de 2014, relativa a la adjudicación de contratos de concesión aclara la definición de "concesión" haciendo referencia al concepto de riesgo operacional. La característica principal de una concesión, el derecho de explotar las obras o los servicios, implica siempre la transferencia al concesionario de un riesgo operacional de carácter económico que supone la posibilidad de que no recupere las inversiones realizadas ni cubra los costes que haya sufragado para explotar las obras o los servicios adjudicados en condiciones normales de funcionamiento, si bien parte del riesgo siga asumiéndolo el poder o entidad adjudicador. [...]. El derecho de explotación de las obras implica la transferencia al concesionario de un riesgo operacional en la medida que queda expuesto a las incertidumbres del mercado. Con anterioridad a la promulgación de la directiva, el Tribunal de justicia de la Unión europea en la sentencia de 10 de marzo de 2011, en el asunto C-274/09 , señaló respecto al riesgo operacional: "el riesgo de explotación económica del servicio debe entenderse como el riesgo de exposición a las incertidumbres del mercado (véase, en este sentido, la sentencia *Eurawasser* (TJCE 2009, 260) , antes citada, apartados 66 y 67), que puede traducirse en el riesgo de enfrentarse a la competencia de otros operadores, el riesgo de un desajuste entre la oferta y la demanda de los servicios, el riesgo de insolvencia de los deudores de los precios por los servicios prestados, el riesgo de que los ingresos no cubran íntegramente los gastos de explotación o incluso el riesgo de responsabilidad por un perjuicio causado por una irregularidad en la prestación del servicio"<sup>6</sup>.

Sin perjuicio de lo anterior, cuestión distinta será el eventual derecho de la sociedad adjudicataria al reequilibrio económico-financiero de la concesión, en los términos y condiciones que, entre otros, se prevé en el artículo 270 de la LCSP.

---

5 Directiva 2014/23/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de febrero de 2014, relativa a la adjudicación de contratos de concesión.

---

6 Vid., entre otras, la Sentencia del Tribunal Superior de la Comunidad Valenciana. Roj: STSJ CV 502/2020.

Asimismo, es interesante mencionar que el artículo 2 del Real Decreto-ley 37/2020, de 22 de diciembre, de medidas urgentes para hacer frente a las situaciones de vulnerabilidad social y económica en el ámbito de la vivienda y en materia de transportes, ha regulado el reequilibrio económico de los contratos de gestión de servicios públicos de transporte regular de viajeros por carretera de uso general y de competencia estatal para paliar las consecuencias de la COVID-19 para el tramo comprendido entre el 22 de junio de 2020 y el 30 de junio de 2021.

Dicha medida pretende “garantizar la viabilidad de estos servicios esenciales para la movilidad de los ciudadanos y que se han visto alterados sustancialmente durante el estado de alarma, de forma que se alivien las necesidades de liquidez de los operadores y se garantice una red de transporte económico, sostenible, seguro, capilar y socialmente rentable, que facilita la movilidad de los sectores más necesitados de la sociedad.”

Es necesario tener en cuenta lo anterior ya que, a la hora de evaluar y estructurar la potencial financiación por parte de las entidades financiadoras, entre otros, sobre la base de un modelo financiero o caso base (que será facilitado por la financiada), las entidades financiadoras evaluarán: (i) el flujo de caja que vaya a generar la sociedad adjudicataria (que es la fuente principal para el repago de la financiación); y (ii) las garantías de la financiación, incluyendo el eventual importe que pueda percibir la sociedad adjudicataria en caso de rescate/resolución de la concesión y/o el posible reequilibrio económico-financiero de la concesión.

El caso base o modelo financiero prevé, a grandes rasgos, una proyección financiera o análisis de viabilidad del proyecto, en la que se incluyen, entre otros, los costes operativos y el flujo de caja que se espera generar (proyección) con cargo al proyecto, el endeudamiento, así como aquellos otros conceptos que sean relevantes para el proyecto, durante un periodo de tiempo, a los efectos de que se pueda evaluar el riesgo y viabilidad del proyecto, así como para estructurar la financiación (tanto externa como por parte de los promotores) que sea necesaria para dar viabilidad al proyecto.

### **III. Partes intervinientes**

Los principales intervinientes en las operaciones de financiación de proyectos son la sociedad de propósito especial titular del proyecto financiado y de la concesión, licencias, autorizaciones y permisos asociados al mismo (esto es, la sociedad adjudicataria/concesionaria), los promotores del proyecto titulares de las acciones o participaciones de la sociedad vehículo (esto es, los sponsors, o una sociedad participada (*joint venture*) por los sponsors), la administración concedente, la empresa a la que se le encarga la construcción del proyecto –en caso en que se prevea la construcción de, por ejemplo, estructuras de servicio, almacenes, andenes, etc.– y las entidades financiadoras del proyecto.

En este sentido, uno de las cuestiones fundamentales del *project finance* es el reparto de responsabilidades entre las mencionadas partes y los mecanismos de traslación de riesgos que se establecen entre las mismas en relación con el proyecto financiado.

## 1. El vehículo del proyecto

La entidad prestataria en este tipo de operaciones de financiación es habitualmente una sociedad de propósito especial (*special purpose vehicle*) de nueva creación. La forma jurídica tradicionalmente escogida es la de sociedad de responsabilidad limitada o sociedad anónima, la cual evidentemente permite a sus socios promotores –siempre que contractualmente no se establezca un recurso limitado a su patrimonio mediante garantías corporativas o compromisos de aportación de fondos– limitar su responsabilidad única y exclusivamente al capital social aportado.

Los activos de la sociedad de propósito especial lo constituyen el proyecto financiado (esto es, la concesión administrativa adjudicada), los vehículos que se adquieran para realizar la prestación del servicio, los flujos de caja que éste sea capaz de generar y las aportaciones económicas que en su caso sean realizadas por los promotores (bien mediante aportación inicial o mediante aportaciones posteriores).

De esta forma, con carácter adicional, las entidades financiadoras logran aislar el proyecto financiado de cualesquiera otras contingencias de índole legal, regulatoria, económica o financiera ajenas al mismo.

## 2. La administración concedente

La administración pública concedente de la concesión es aquella administración que licita, mediante el concurso público correspondiente, la gestión y explotación del servicio de transporte de viajeros por carretera en cuestión (en este caso, líneas de autobuses).

La convocatoria de licitación de la concesión, será publicada por la administración concedente. Dicha convocatoria definirá el ámbito y finalidad de la concesión y los requisitos y condiciones que deben cumplir los licitadores. Asimismo, la administración concedente publicará las bases reguladoras de la licitación y de la explotación de la concesión. En concreto, se publicará el correspondiente pliego de cláusulas administrativas particulares y el pliego de prescripciones técnicas.

Adicionalmente, una vez celebrado el concurso correspondiente y habiendo recibido la administración concedente las ofertas oportunas por parte de los respectivos licitadores, la adjudicación de la misma se realizará mediante acuerdo de la

administración concedente, todo ello de conformidad con el régimen y procedimiento previsto en la LCSP.

Una vez acordada la adjudicación de dicha concesión, la administración concedente y la sociedad adjudicataria formalizarán el contrato administrativo de, en este caso, la concesión del servicio de transporte de viajeros.

Es necesario tener en cuenta que, normalmente, la administración concedente suele solicitar que la sociedad adjudicataria presente un aval o deposite una fianza determinada, en el momento de la formalización del contrato, en los términos previstos en la LCSP.

### 3. Los promotores

Los promotores del proyecto financiado y partícipes de la sociedad vehículo titular del mismo suelen ser socios industriales, con sobresaliente experiencia en el sector de que se trate y con un interés estratégico y de negocio en el proyecto. Además de socios industriales, también es frecuente la participación de inversores institucionales sin la capacidad técnica de un socio industrial –pero sí con un enorme *expertise* desde un punto de vista financiero– cuyo interés en el proyecto es puramente económico.

Un elemento común de todo promotor, independientemente de que se trate de un socio industrial o financiero, consiste en su vocación de permanencia en el proyecto.

Este elemento se traduce –en el caso de participar varios socios– en la necesidad de articular acuerdos de colaboración y pactos de socios a nivel de la sociedad vehículo a los efectos de lograr el buen fin de la actividad de la sociedad en general y del proyecto en particular, conseguir y preservar una estructura societaria estable –mediante el establecimiento de períodos de *lock-up* y regímenes limitativos de la transmisión de las participaciones del vehículo– y asegurar el cumplimiento de una política de distribución de dividendos que maximice en la medida de lo posible la inversión de los promotores.

A este respecto, es importante tener en cuenta que, en este tipo de financiaciones, las entidades financiadoras limitarán la distribución de dividendos, reservas u otras aportaciones económicas, únicamente al cumplimiento de una serie de hitos (según se desarrolla más adelante).

Asimismo, uno de los principales objetivos de los promotores será siempre limitar el alcance de su responsabilidad en relación con el proyecto a su aportación al capital social de la sociedad vehículo.

Por lo tanto, el promotor del proyecto buscará estructurar la financiación del proyecto como una operación sin recurso (*non-recourse*), evitando en la medida de lo posible el otorgamiento de garantías personales o reales o la asunción de

compromisos contractuales de aportación de fondos. Si bien las financiaciones sin recurso son comunes en otras jurisdicciones, especialmente en Estados Unidos y en Reino Unido, las operaciones de *project finance* españolas se caracterizan por el establecimiento de un recurso al promotor de alcance (material y temporal) limitado, que se puede articular normalmente mediante aportaciones iniciales de fondos o, aportaciones posteriores para cubrir posibles eventualidades futuras (por ejemplo, riesgo de sobrecoste durante la fase de construcción).

#### 4. Las entidades financiadoras

Las entidades financiadoras son esenciales en toda operación de *project finance*, al ser éstas las que en última instancia –dado el carácter fuertemente apalancado de la operación– aportan a la sociedad vehículo los recursos financieros necesarios para financiar (total o parcialmente) la adquisición de los vehículos necesarios para la prestación del servicio de transporte de viajeros (autobús), la construcción (en caso de ser necesario construir infraestructuras) y la puesta en marcha y explotación del proyecto.

La modalidad de financiación en España generalmente consiste en el otorgamiento de préstamos o créditos bancarios –junto con líneas de *leasing/renting* bilaterales para la adquisición de los vehículos– por parte de entidades de crédito, si bien, en los últimos años y en relación con determinados tipos de infraestructuras, se ha convertido en habitual la financiación mediante la emisión de *project bonds*, coordinados y estructurados, en muchos casos, por inversores institucionales y fondos de deuda.

Para este tipo de operaciones, dependiendo de la envergadura e importe de la financiación, y de la tipología de los productos que sea necesario contratar (esto es, línea de crédito, líneas de *leasing/factoring*, instrumentos de cobertura de tipos de interés, etc.), es habitual que participen varias entidades financiadoras, participando todas, o alguna de ellas, en la totalidad de los instrumentos a formalizar.

Asimismo, en caso de que sean distintas y múltiples las entidades que participan en la financiación, es habitual la designación de un agente de la financiación, quien, en las operaciones de financiación sindicadas de mayor volumen o importe, suele actuar, además, como *mandate lead arranger*.

El *mandate lead arranger* suele ser designado por las financiadas para liderar a las entidades estructuradoras de la financiación (*arrangers*) en el proceso de estructuración y obtención de los compromisos de aportación de fondos necesarios por parte de las entidades financiadoras para la formación de una financiación sindicada<sup>7</sup>.

---

7 MANZANARES SECADES, A., "Estudios sobre financiaciones sindicadas". Primera edición. Editorial Aranzadi, 2017.

## 5. Los asesores de los financiadores

Además de los actores principales citados anteriormente, existen otras partes cuya participación es de notable relevancia, especialmente durante la estructuración de la operación. Se trata de los asesores de las entidades financiadoras, entre quienes destacan el asesor técnico, el asesor de seguros, el asesor legal y el asesor financiero.

La finalidad de involucrar a dichos asesores consiste, por un lado, en promover la confianza de las entidades financiadoras y, en su caso, de los inversores institucionales en el proyecto financiado y, por otro lado, en realizar los estudios de viabilidad y contingencias que delimiten los riesgos asumidos por las entidades financiadoras en el proyecto.

Es importante tener en cuenta que, el resultado de los informes de dichos asesores tendrá un impacto directo en la estructuración y diseño de la financiación, siendo un factor determinante a la hora de la aprobación de la operación por parte de los comités de riesgos de las distintas entidades financiadoras.

A modo de ejemplo, el asesor financiero será el encargado de, entre otros, auditar el denominado como “caso base” elaborado por la financiada. Dicho documento reflejará, entre otros muchos aspectos, el modelo financiero del proyecto, su viabilidad, una proyección de los flujos de caja que generará el proyecto a lo largo de la vida de la concesión, gastos operativos, calendario de amortización, etc., siendo uno de los pilares de información fundamental presentados a las entidades financiadoras para justificar la capacidad de la financiada de generar suficientes flujos de caja para hacer frente al servicio de la deuda.

## IV. Principales riesgos en las operaciones de *project finance*

La evaluación de los riesgos en una operación de *project finance* durante la fase de revisión legal y financiera resulta fundamental. Dicha evaluación comprende, en general, tres actividades sucesivas: la identificación de cada riesgo, su análisis y su asignación a la parte que se considere esté mejor preparada, desde un punto de vista económico y técnico, para soportarlo. Esta actividad concluye con la emisión de los correspondientes informes técnicos y la denominada “*risk matrix*”.

A continuación, enumeramos brevemente los principales riesgos en las operaciones de *project finance* en relación con las concesiones de transporte urbano (autobuses). En primer lugar, y como preocupación inicial, destaca el riesgo crediticio, presente en toda operación de financiación, que se refiere a la solvencia financiera, económica y técnica de las partes intervinientes en la operación, es decir, los promotores, la financiada (en su condición de prestadora de servicios de transporte) y la calidad de los vehículos adquiridos para la explotación del servicio (fabricante), los cuales deberán reunir una especificaciones técnicas y

medioambientales mínimas (normalmente indicadas en el propio pliego técnico de condiciones de la concesión).

En segundo lugar, y como núcleo esencial del estudio de viabilidad, destaca el denominado riesgo de mercado y operativo, consistente en la existencia de un mercado para el producto generado por el proyecto, la naturaleza predecible del ingreso, la correcta prestación del servicio, el volumen y recurrencia de viajeros y el mantenimiento de los vehículos.

En este sentido, como indicábamos anteriormente, es necesario tener en consideración que, en aquellas concesiones administrativas donde se produce una traslación del riesgo operativo, la sociedad concesionaria/adjudicataria asume el riesgo de que el volumen de viajeros y, por tanto, el retorno de la inversión realizada, no se ajuste a sus predicciones, lo cual puede tener un impacto negativo en la capacidad de la misma de hacer frente al servicio de la deuda y, de los promotores, de recuperar la inversión realizada.

A estos efectos, no es lo mismo que dicha pérdida económica se deba a un descenso de viajeros por causas no imputables a la administración (por ejemplo, que los ciudadanos decidan utilizar otro medio de transporte), que la pérdida económica sufrida por la financiada se pueda imputar a una actuación directa o indirecta de la administración que, de no haberse llevado a cabo (o de haberse remediado), no hubiera tenido un impacto económico negativo en la concesión (por ejemplo, la licitación de una línea de viajeros que compita con la concesión, el corte de la vía pública por obras que impidan el normal desarrollo de la prestación de servicios, restricciones normativas que afecten la movilidad de los ciudadanos, etc.).

En dichos casos, la financiada podrá valorar exigir la responsabilidad patrimonial de la administración o solicitar un reequilibrio económico-financiero de la concesión, circunstancias tales que se deberán evaluar con carácter previo en este tipo de operaciones.

## V. La financiación del proyecto – Estructura y contenido de los principales contratos financieros

### 1. Naturaleza jurídica

En Derecho español, las operaciones de *project finance* se articulan en virtud de una compleja estructura de contratos autónomos que responden a una finalidad económica unitaria, y que sigue ciertos parámetros aceptados en el tráfico mercantil habitual<sup>8</sup>. El contrato más relevante, a estos efectos, es el contrato de financiación *senior*, que posee determinadas particularidades jurídicas que le diferencian de los préstamos y créditos tradicionales. Junto con el contrato de

---

8 SÁNCHEZ RODRÍGUEZ, A.J., "Project Finance en financiación de infraestructuras mediante colaboración pública-privada". *Civitas Revista española de Derecho Administrativo*, número 165 (julio – septiembre 2014).

financiación *senior* pueden coexistir, en algunos casos subordinados en cuanto a su rango, otros contratos de financiación.

La fuente de repago de todos estos contratos de financiación consiste en el flujo de ingresos del proyecto financiado, sobre el que descansa también la estructura de garantías que aseguran el cumplimiento de las obligaciones que se derivan de los citados contratos.

La implementación técnica de este sistema de garantías se puede llevar a cabo de distintas formas en función del supuesto concreto, entre otras, la pignoración de los derechos de crédito derivados de las cuentas del proyecto, la constitución (o promesa de constitución) de un derecho real de hipoteca sobre la concesión, la pignoración de los derechos de créditos derivados de la concesión o una prenda global de créditos futuros.

## **2. Estructura de la financiación – financiación externa y aportación de fondos propios**

Los costes asociados a la puesta en marcha y explotación del proyecto se financian mediante una combinación de deuda y capital. La duración y el calendario de amortización de la financiación, como indicábamos anteriormente, se expresa en el caso base o modelo financiero del proyecto.

En este tipo de operaciones, las entidades financiadoras requerirán que, en todo caso, la financiación sea amortizada con carácter previo a la finalización de la concesión, dado que la fuente principal de los ingresos proviene de la explotación del servicio de transporte de viajeros.

En cuanto al reparto entre financiación externa y aportación de fondos propios, suele primar el primer elemento, por el carácter fuertemente apalancado de este tipo de operaciones.

No obstante, debe tenerse en cuenta que la finalidad de las entidades financiadoras no consiste en sustituir totalmente a los promotores del proyecto en la asunción de riesgos, sino facilitarles la realización de la inversión mediante la concesión de crédito.

En consecuencia, las entidades financiadoras persiguen involucrar a los promotores del proyecto en la asunción del riesgo crediticio y del proyecto, lo que se traduce en la aportación de recursos financieros por parte de los promotores a la sociedad vehículo mediante la inyección de *equity* (que suele incluirse como una condición previa de firma), la concesión de préstamos subordinados o participativos para la financiación de gastos operativos y, en algunos casos, mediante la financiación de la adquisición de determinados materiales y equipos necesarios para la construcción y puesta en marcha del proyecto.

### 3. El contrato de financiación *senior*

#### 3.1 Principales particularidades

El otorgamiento de la financiación por parte de las entidades financiadoras a la sociedad vehículo puede articularse jurídicamente en virtud de, entre otros, un contrato de financiación.

Dicho contrato de financiación se puede configurar tanto como un préstamo o como una línea de crédito, dependiendo de la naturaleza y finalidad a la que deba ser aplicada la financiación; esto es, dada la naturaleza y alcance de la concesión, será necesario acometer obras en instalaciones (almacenes, depósitos, etc.), inversiones en activos, cubrir necesidades generales de circulante, dotar las cuentas de reserva del servicio de la deuda, hacer frente al pago del IVA, etc. Todo ello, normalmente vendrá reflejado y desglosado expresamente en el caso base correspondiente.

En ocasiones el propio contrato de financiación puede prever que existan distintas modalidades de financiación –esto es, préstamo y líneas de crédito (*revolving* o no) – mediante la estructuración de la financiación en distintos tramos, los cuales podrán coexistir, dependiendo de la naturaleza y destino de los fondos.

La financiación podrá disponerse en una o varias disposiciones, sujeto a la acreditación del cumplimiento de determinadas condiciones de disposición. Asimismo, en caso de que se trate de líneas de crédito, la disposición de dicha línea se podrá estructurar de tal modo que, entre otras muchas características y particularidades: (i) sea un importe máximo; (ii) exista un periodo máximo de disposición (tras el cual no sea posible disponer); y/o (iii) se permita la re-disposición de los fondos (en caso de que el crédito tenga naturaleza de *revolving*).

La estructura y clausulado de este contrato es el típico de las financiaciones sindicadas, si bien el mismo contiene determinadas particularidades que se dirigen fundamentalmente a establecer un control de las entidades financiadoras sobre la totalidad de las entradas y salidas de fondos del proyecto –mediante un sistema de cuentas–, restringir las distribuciones en forma de deuda, dividendos o restitución de aportaciones a los promotores y, por último, a ampliar y reforzar los supuestos de amortización anticipada obligatoria.

Normalmente, dado el importe de éste tipo de financiaciones, no es descartable que las entidades financiadoras (originales) que participen en la operación decidan sindicarse la financiación, esto es, dar entrada a nuevas entidades financiadoras, todo ello a fin de reducir su exposición o riesgo frente a la financiada (o a un sector determinado), así como para distribuir el importe con el que cada entidad financiadora va a participar en la financiación.

Son especialmente significativas cuestiones tales como el establecimiento de un sistema de condiciones suspensivas de disposición, la regulación de los supuestos de amortizaciones anticipadas obligatorias, las manifestaciones y garantías, y el régimen de las obligaciones de hacer y de no hacer de la sociedad vehículo (*affirmative and negative covenants*), prestando especial atención a las obligaciones financieras (*financial covenants*).

Asimismo, dada la naturaleza y finalidad de la financiación (dado el carácter concesional del proyecto), las entidades financiadoras querrán establecer como causa de vencimiento anticipado de la financiación *senior* la posible resolución de la concesión administrativa por parte de la administración concedente o la demora (dentro de un periodo máximo) en el pago por parte de la administración concedente de aquellos pagos que deba realizar a la financiada, dado que la fuente principal del repago de la financiación proviene de la explotación del servicio de transporte de viajeros (que se presta al amparo de lo previsto en la concesión).

### 3.2 El sistema de cuentas y la cascada de pagos

El sistema de cuentas y la cascada de pagos persiguen establecer un rígido control de las entidades financiadoras sobre todos los flujos de caja del proyecto, tanto en relación con los ingresos como con los gastos.

Dicho control se traduce, por un lado, en el establecimiento de un sistema de cuentas bancarias que la sociedad vehículo debe tener abiertas con el banco agente de la financiación y, por otro lado, en la prohibición de abrir cuentas adicionales con otras entidades distintas del agente. En este sentido, las principales cuentas son las siguientes:

En primer lugar, la cuenta del proyecto, en la que deben ingresarse todos los importes dispuestos bajo la financiación, la totalidad de los ingresos ordinarios derivados de la explotación del proyecto y, por último, todos los importes amortizados anticipadamente de forma obligatoria –siempre que no corresponda ingresar dichos importes en otra de las cuentas, tales como aquéllos que se correspondan con indemnizaciones de seguros–.

En cuanto a salidas, con carácter general, los importes ingresados en la cuenta del proyecto únicamente pueden destinarse al pago de los gastos de explotación del proyecto, los gastos de personal, los gastos de operación y mantenimiento del proyecto, la dotación de determinadas cuentas de reserva (como mencionaremos más adelante), los gastos financieros de la deuda *senior* –es decir, intereses y comisiones– y pago de principal bajo la misma.

Sin perjuicio de lo anterior, en ocasiones será posible que coexistan determinadas cuentas de la financiación, por ejemplo, en caso de que exista un tramo destinado a línea de crédito, un tramo destinado al pago del IVA, etc.

En segundo lugar, la cuenta para distribuciones o de disposición restringida, en la que se ingresan de forma temporal todos aquellos fondos inicialmente depositados en la cuenta del proyecto que no pueden ser distribuidos en forma de dividendo a los promotores por no cumplirse con las condiciones exigidas para ello.

En cuanto a pagos, las cantidades transitoriamente retenidas únicamente pueden destinarse a las distribuciones una vez que se cumplan las condiciones exigidas para ello o, en caso de que éstas no se cumplan dentro de un plazo determinado, a la amortización anticipada obligatoria de la financiación *senior*.

En tercer lugar, la cuenta de seguros, indemnizaciones y compensaciones, cuyo objetivo es mantener separados los importes que se ingresen de forma extraordinaria como consecuencia del pago de indemnizaciones por las aseguradoras –en virtud de la producción de siniestros cubiertos por los seguros vinculados al proyecto– o aquellos derivados de la aplicación de penalizaciones al constructor bajo el contrato “llave en mano”. Los importes que se ingresen en esta cuenta únicamente pueden destinarse al pago de la reparación o sustitución del activo afectado por el siniestro o a la amortización anticipada de la financiación *senior*.

En cuarto lugar, la cuenta de reserva de servicio de la deuda, cuya finalidad es dotar al proyecto de un colchón de seguridad que permita a la sociedad vehículo atender el pago de intereses bajo la financiación *senior* en situaciones coyunturales de reducción de ingresos del proyecto.

En este sentido, la cuenta de reserva de servicio de la deuda recibe como entradas, por un lado, las dotaciones iniciales de la sociedad vehículo –generalmente, a cargo de la primera disposición de la financiación– y en algunos casos de los propios promotores y, por otro lado, las dotaciones periódicas con cargo a los ingresos del proyecto, hasta alcanzar un importe mínimo. En cuanto a salidas, y en consonancia con su finalidad, esta cuenta atiende los pagos de intereses de la deuda *senior* en aquellos casos en que no haya fondos suficientes en la cuenta del proyecto.

Finalmente, en ocasiones, el caso base prevé la necesidad de llevar a cabo una serie de inversiones destinadas al mantenimiento de los activos del proyecto (por ejemplo, sustitución de piezas, reparación de vehículos, adaptación de vehículos, renovación de la flota, etc.), por lo que es habitual que se incluya en la estructura de cuentas la cuenta de reserva de mantenimiento, cuya finalidad consiste en mantener unos fondos mínimos para fondear, al menos parcialmente, las inversiones de mantenimiento que las partes son capaces de prever a fecha de firma con base en la evaluación del proyecto plasmada en el caso base.

Dicha cuenta se suele dotar inicialmente con cargo a la financiación o bien mediante la aportación de *equity*. En este sentido, es habitual que se regule: (i) que dicha cuenta deba contar durante toda la vida de la financiación un importe mínimo de fondos; (ii) que la financiada deba dotar dicha cuenta (por el importe

y en los plazos pactados) a fin de cumplir con el importe mínimo establecido; y (iii) que únicamente sea posible destinar los fondos depositados en dicha cuenta para acometer las inversiones destinadas al mantenimiento de los activos del proyecto, debiendo estar dichas inversiones debidamente justificadas previamente mediante la aportación de la documentación justificativa.

### 3.3 Las restricciones a las distribuciones a los promotores

Uno de las condiciones (*covenants*) de mayor relevancia en una financiación de proyectos, y uno de los evidentemente más intensamente negociados por la financiada y sus promotores, consiste en la restricción a llevar a cabo distribuciones a los promotores –ya consistan éstas en dividendos, restitución de aportaciones, deuda subordinada, etc.– en aquellos casos en que no se cumplan determinadas condiciones.

En esencia, estas condiciones tienen por objetivo garantizar la existencia de los recursos financieros necesarios para atender los gastos de puesta en marcha y explotación del proyecto y la prelación en el cobro de principal e intereses por las entidades financiadoras respecto a los promotores del proyecto.

En este sentido, las condiciones que generalmente deben darse en este tipo de proyectos para que la sociedad vehículo pueda distribuir fondos a sus socios consisten, entre otras, en el cumplimiento de determinados ratios financieros (en particular, el ratio de cobertura de servicio de la deuda y el ratio de apalancamiento), la completa dotación de la cuenta de reserva para el servicio de la deuda, que se haya amortizado al menos la primera cuota de la financiación, que no existan deudas vencidas y liquidas pendientes de amortización y la inexistencia de supuestos que faculten a las entidades financiadoras para vencer anticipadamente la financiación o exigir la amortización anticipada obligatoria (total) de la misma.

### 3.4 Los supuestos de amortización anticipada obligatoria

Los supuestos de amortización anticipada obligatoria establecen la obligación de la sociedad vehículo de amortizar anticipadamente, total o parcialmente, los importes dispuestos bajo la financiación en caso de que la sociedad vehículo reciba importes extraordinarios (por ejemplo, el cobro de indemnizaciones por siniestros asegurados), liquide activos que no contribuyan a la generación de flujos de caja (por ejemplo, la venta de activos que no estén afectos al proyecto) o en caso de que acaezcan determinadas circunstancias, así como en circunstancias en las que exista un flujo excedentario de tesorería, circunstancia esta última en la que se podrá llevar a cabo un denominado como barrido de caja (*cash sweep*) en circunstancias determinadas, destinando dicha excedente de tesorería a determinadas partidas previstas.

En este sentido, es habitual y común en este tipo de operaciones de financiación la inclusión de un supuesto de amortización anticipada obligatoria total de la financiación en caso de que se produzca un cambio de control (directo o indirecto) de los socios de la sociedad vehículo o de sus promotores.

A este respecto, como indicábamos al comienzo del presente artículo, en este tipo de operaciones es fundamental para las entidades financiadoras saber quiénes son los promotores (socios) y contar con su implicación en el proyecto, dado que: (i) la gestión directa/indirecta, consecución y desarrollo del proyecto recae en ellos (al ser la financiada una sociedad instrumental); (ii) cuentan con experiencia previa en dichos proyectos y una reputación en el mercado; (iii) puede existir una relación de confianza profesional previa con las entidades financiadoras; y (iv) las entidades financiadoras pueden conocer la situación patrimonial de dichos promotores.

Sin perjuicio de lo anterior, es posible regular una serie de excepciones a la prohibición del cambio de control de la financiada, entre otros, en caso de que el nuevo promotor (o socio de referencia detrás del promotor) sea considerado como aceptable para las entidades financiadoras, principalmente por ser operadores de mercado conocidos y con reputación comercial en la gestión/explotación de proyectos de naturaleza similar, de manera tal, que la sustitución del promotor (o sus socios): (i) no perjudique la gestión/explotación de la concesión; (ii) dicho nuevo promotor (o socio) cumpla con una serie de requisitos mínimos (técnicos y económicos); y (iii) el nuevo promotor (o socio) se subrogue en las mismas obligaciones que aquellas que asumidas por el promotor (socio) saliente, a fin de evitar la pérdida del recurso económico frente a los promotores.

A tal efecto, las partes podrían, entre otros: (i) incluir en el contrato de financiación *senior* un listado de "promotores aceptables" pre-aprobados por las entidades financiadoras (denominada en inglés como *white list*) a los que los promotores (socios) podrían ceder su participación, sujeto al procedimiento establecido en el contrato de financiación; o (ii) incluir una serie de requisitos mínimos, y relativamente objetivos, que deberían cumplir dichos nuevos promotores (o socios), por ejemplo acreditada solvencia técnica en cuanto a la gestión de proyectos de similar naturaleza, solvencia económica y acreditada reputación.

### 3.5 Ratios financieros

Es habitual que, en este tipo de operaciones, las entidades financiadoras presten especial atención a la obligación de la financiada de cumplir con determinados ratios financieros. Los ratios financieros son esencialmente utilizados por las entidades financiadoras para monitorizar y aportar información sobre la situación financiera de la financiada y del proyecto en cuestión, a efectos de medir y evaluar, entre otros, la situación financiera, la capacidad de producción de flujo de caja y la evolución del proyecto.

La información financiera que aporte la financiada sobre el cumplimiento (o no) de los ratios establecidos permitirá a las entidades financiadoras tomar acciones o anticipar posibles problemas de liquidez o solvencia.

En este tipo de operaciones de *project finance* los ratios que serán más frecuentes encontrar regulados, serán los denominados como "Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda" y el "Ratio de Apalancamiento".

El "Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda" es aquel índice que pretende evaluar la capacidad financiera de la financiada para hacer frente al servicio de la deuda. Se evalúa mediante la diferencia entre el flujo de caja libre y el servicio de la deuda. Normalmente, se pactará que: (i) dicho ratio tendrá que ser superior a "x"; (ii) que, como indicábamos en el apartado de distribuciones, deberá ser igual o superior a "y" para que se pueda llevar a cabo una distribución; y (iii) que si es inferior a "z" supondrá una causa de resolución anticipada de la financiación (sin perjuicio de la posibilidad de los promotores o la financiada de subsanarlo, de conformidad con lo indicado más adelante).

El "Ratio de Apalancamiento" es aquel índice que pretende evaluar el nivel de apalancamiento financiero de la financiada, sobre la base del cálculo de los fondos propios de la financiada entre la deuda total. Normalmente, se pactará que: (i) dicho ratio tendrá que ser igual o inferior a "x"; (ii) que, como indicábamos en el apartado de distribuciones, deberá ser igual o inferior a "y" para que se pueda llevar a cabo una distribución; y (iii) que si es superior a "z" supondrá una causa de resolución anticipada de la financiación.

En relación con lo anterior, es habitual la inclusión del mecanismo denominado como *equity cure*, en caso de incumplimiento de los ratios financieros. A tal efecto, se podrá llevar a cabo la subsanación del ratio incumplido, bien por parte de la financiada, bien directamente por parte de los promotores (mediante aportación de fondos directamente, compensación de créditos, conversión de préstamos de socios en préstamos participativos, etc.).

En todo caso, las entidades financiadoras querrán que dicho derecho (que no obligación) de remediar el incumplimiento de los ratios financieros esté limitada a un número máximo de subsanaciones, tanto en un mismo año como conjuntamente a lo largo de toda la financiación, de forma que esta modalidad de financiación, que descansa sobre la viabilidad económica y técnica del proyecto, no termine siendo una modalidad de financiación corporativa que descansa sobre el balance del promotor y de su capacidad económica de inyectar *equity* en la sociedad adjudicataria.

#### 4. El acuerdo marco de líneas de financiación bilateral

En la medida en que la prestación de servicios bajo la concesión será el transporte de viajeros, la financiada deberá acometer la adquisición de determinados autobuses, en este caso, debiendo dichos vehículos cumplir con una serie de especificaciones técnicas.

Es habitual que la financiada y las entidades financiadoras formalicen una serie de líneas de *leasing/renting* bilaterales, para la adquisición de dichos vehículos a lo largo de la financiación, pero principalmente al comienzo.

En este sentido, dado que dichos contratos de *leasing/renting* bilaterales con la entidad financiadora correspondiente serán habitualmente formalizados en pólizas individuales y sucesivas, y dada la existencia de la financiación *senior*, las entidades financiadoras querrán regular los términos y condiciones de dichos contratos de *leasing/renting* bilaterales, de cara a que estén alineados con el contenido obligatorio del contrato de financiación *senior* e incluso se incluyan cláusulas de resolución anticipada cruzada (*cross-default*).

Asimismo, dado que es habitual que la administración concedente solicite que, por parte de la financiada, se otorguen avales o se presten fianzas, la financiada acudiría igualmente a las entidades financiadoras, a los efectos de que la financiada centre su endeudamiento financiero con las mismas entidades financiadoras, generando un perímetro de deuda (y también de garantías) delimitado.

A tal efecto, es frecuente que se formalice un contrato marco entre la financiada y las entidades financiadoras, a fin de regular, entre otros, el contenido, alcance, límites y, términos y condiciones de los contratos bilaterales de *leasing/renting*, así como, en su caso, de la emisión de los avales oportunos.

Dicho contrato marco normalmente contendrá referencias cruzadas al contenido del contrato de financiación *senior*, de cara a simplificar su elaboración y alinear los términos, con especial atención a las obligaciones y las causas de resolución anticipada.

De igual manera, regulará los importes máximos que serán concedidos bajo los contratos de *leasing/renting* bilaterales que se suscriban al amparo del contrato marco, el periodo de disposición máximo, la prevalencia de los términos del contrato marco sobre los contratos de *leasing/renting* (en caso de que existan inconsistencias entre los términos de unos y otro), así como el término y vigencia de los mismos.

Dicho contrato marco, y los contratos de *leasing/renting* bilaterales que se formalicen al amparo del mismo, normalmente podrán contar con las mismas garantías que las otorgadas en garantía del contrato financiación *senior*.

## 5. Otros contratos de financiación

Las operaciones de financiación de proyectos incluyen, con carácter adicional al contrato de financiación *senior* y el contrato marco, otros contratos de financiación de especial relevancia. Por un lado, pueden coexistir con el contrato de financiación *senior* otros contratos de financiación en virtud de los cuales se financian también los costes asociados a la puesta en marcha y explotación del proyecto. Estos contratos se otorgan por entidades que se subordinan en rango a los acreedores *senior*, ya sea porque como contraprestación a la subordinación y al mayor riesgo asumido obtienen una mayor retribución en forma de intereses y comisiones –como en el caso de los financiadores *mezzanine*–, o porque se trata de acreedores subordinados al resto desde un punto de vista legal –sería el caso de los promotores que realizan sus aportaciones al proyecto mediante la concesión de financiación intra-grupo–.

Las relaciones entre los acreedores *senior*, los potenciales acreedores *mezzanine* y/o los acreedores subordinados se regulan en virtud del denominado contrato entre acreedores o, en su terminología anglosajona, *Intercreditors' Agreement*. Con carácter general, este contrato establece el rango de los créditos ostentados por cada acreedor y determina las reglas de prioridad en los pagos de principal e intereses por parte de la sociedad vehículo a los acreedores.

En este sentido, suele establecerse un sistema en virtud del cual los acreedores *mezzanine* y los acreedores subordinados verán limitada su capacidad de cobro del principal concedido hasta que la totalidad del principal bajo la financiación *senior* haya sido reembolsado. En cuanto al pago de intereses, y aunque la casuística es enormemente amplia y depende del poder de negociación de cada parte, es habitual permitir a los acreedores *mezzanine* y a los acreedores subordinados cobrar intereses durante la vida de la financiación *senior*.

## 6. Las garantías reales y/o los compromisos de aportaciones económicas

### 6.1 La hipoteca sobre la concesión y pignoración de los derechos de crédito

La hipoteca sobre la concesión administrativa es una de las principales garantías que se suele solicitar en este tipo de proyectos, estando expresamente prevista y permitida su constitución de conformidad con lo previsto en el artículo 107.6º del Decreto de 8 de febrero de 1946 por el que se aprueba la nueva redacción oficial de la Ley Hipotecaria (la "**Ley Hipotecaria**"), sin perjuicio de que se requiera una serie de requisitos específicos y habituales.

Asimismo, el artículo 273.1 y 3 de la LCSP establece cual podrá ser el objeto y alcance de la hipoteca de la concesión y la pignoración de derechos, en virtud del cual "1. Las concesiones de obras con los bienes y derechos que lleven

incorporados serán hipotecables conforme a lo dispuesto en la legislación hipotecaria, previa autorización del órgano de contratación. No se admitirá la hipoteca de concesiones de obras en garantía de deudas que no guarden relación con la concesión correspondiente". "3. Los derechos derivados de la resolución de un contrato de concesión de obras o de concesión de servicios, a que se refieren los primeros apartados de los artículos 282 y 295, así como los derivados de las aportaciones públicas y de la ejecución de garantías establecidos en los artículos 266 y 268, solo podrán pignorar en garantía de deudas que guarden relación con la concesión o el contrato, previa autorización del órgano de contratación, que deberá publicarse en el «Boletín Oficial del Estado» o en el correspondiente boletín oficial autonómico o local".

Sobre la base de lo anterior, se infiere que, a los efectos de poder hipotecar la concesión o pignorar los derechos de crédito, será necesario cumplir una serie de requisitos y seguir un procedimiento, destacando: (i) la solicitud de la financiada y autorización previa del órgano de contratación; (ii) solo se podrán constituir en garantía de deudas que guarden relación con la concesión correspondiente; (iii) la LCSP regula (con carácter adicional a lo previsto en la Ley Hipotecaria y la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil) los derechos del acreedor hipotecario y el procedimiento de la eventual ejecución de la garantía constituida sobre la concesión.

## **6.2 Las garantías reales de los promotores y/o los compromisos de aportaciones económicas**

En este tipo de operaciones, las entidades financiadoras exigirán que los promotores otorguen, al menos: (i) prenda sobre las acciones/participaciones sociales representativas del 100% del capital social de la sociedad vehículo (esto es, la financiada/adjudicataria de la concesión); y (ii) prenda sobre cualesquiera derechos de crédito (presentes o futuros) derivados de préstamos o créditos otorgados por los promotores a la financiada (sin perjuicio de que dicha deuda deba estar subordinada).

Finalmente, no es infrecuente que las entidades financiadoras soliciten compromisos de aportación de fondos, que pueden estar limitados a un importe máximo, por un plazo máximo o pueden simplemente estar regulados como derechos de subsanación, pero no de aportación de fondos adicionales (pudiéndose regular dicho aportación como una compensación de créditos, conversión de préstamos de socios en préstamos participativos, etc.).

Este tipo de obligaciones de aportación de fondos suelen limitarse en cuanto a su alcance material, temporal y cuantitativo, y siempre traen causa de riesgos puntuales identificados como parte del proceso de revisión legal y técnico del proyecto.

### 6.3 Otras garantías

Como en toda operación tradicional de *project finance*, la fuente de repago consiste en los flujos de caja que sea capaz de generar el proyecto. Esto se traduce, en lo que a la constitución de garantías reales se refiere, en el diseño de un paquete de prendas que se extiende sobre la totalidad de los derechos de crédito, incluyendo los créditos futuros, de los que sea titular la sociedad vehículo (por ejemplo, los derivados de las cuentas bancarias abiertas con el agente de la financiación, los derivados del contrato de construcción y otros contratos del proyecto, los derivados de las indemnizaciones de seguros, etc.).

## VI. Conclusión

El empleo de la figura del *project finance* para la financiación proyectos, y en éste caso en concreto, para la puesta en marcha y explotación de un servicio de transporte de viajeros (autobuses), exige la introducción de elementos específicos para esta clase de operaciones. Entre ellos, quizás los más reseñables sean:

- (i) La principal garantía de repago de la financiación la constituye el *cash-flow* generado por el proyecto financiado derivado de la explotación del servicio prestado y éste a su vez descansa, primordialmente, en la concesión administrativa de la que resulta adjudicataria la sociedad financiada.
- (ii) El contrato de concesión es, por tanto, esencial, debiendo atenderse a las circunstancias específicas contenidas en el mismo para la elaboración del caso base y la arquitectura contractual de la financiación.
- (iii) Es esencial la estructuración de un paquete de garantías adecuado a la financiación, siendo una de las principales la hipoteca sobre la concesión o la pignoración de los derechos de créditos derivados de la misma.
- (iv) En la medida en la que en este tipo de financiaciones suelen convivir simultáneamente distintos instrumentos de financiación (por ejemplo, contrato de financiación *senior*, contrato marco de líneas bilaterales de financiación de arrendamientos financieros, pólizas de *leasing/renting*, etc.), será necesario establecer como causa de vencimiento anticipado el *cross default* o incumplimiento de cualquiera de dichos instrumentos.

- (v) En caso en que existan diversas entidades financiadoras, y éstas no participen en todos los instrumentos de financiación, será necesario formalizar un contrato marco que armonice la arquitectura contractual planteada, a los efectos de regular, entre otros, (i) el sistema de distribución de los fondos recibidos por la financiada para el repago de la deuda entre dichas entidades financiadoras; y (ii) el procedimiento y términos para canalizar conjuntamente la eventual ejecución de las garantías y salvaguardar el interés de todas las entidades financiadoras participantes.