

Características del riesgo de crédito en la financiación de proyectos¹¹

Con la modalidad de project finance (un tipo de financiación basado en la capacidad del propio proyecto de generar recursos suficientes para devolver el capital invertido), el riesgo de crédito suele ser relativamente elevado al inicio del proyecto, para ir disminuyendo a continuación conforme éste avanza. Así pues, los préstamos a largo plazo serían más baratos que los créditos a corto plazo.

Clasificación JEL: F34, G12, G28, G32

Durante décadas, *project finance* ha sido la modalidad preferida para financiar infraestructuras a gran escala en todo el mundo. Numerosos estudios han hecho hincapié en su enorme importancia, en especial para las economías emergentes, destacando la relación entre la inversión en infraestructuras y el crecimiento económico. Sin embargo, a lo largo de los últimos años, acontecimientos como los episodios de tensión financiera en mercados emergentes, las dificultades por las que han atravesado los sectores de las telecomunicaciones y la energía, así como la quiebra de numerosos proyectos significativos¹², han puesto de relieve los riesgos que conlleva este tipo de financiación.

Para comprender las peculiaridades del riesgo de crédito en *project finance*, resulta fundamental dilucidar si la existencia de plazos más largos representa por sí sola una fuente de riesgo. En general, los proyectos a gran escala e intensivos en capital necesitan una inversión sustancial al comienzo y no generan ingresos para cubrir sus costes sino a largo plazo. Así pues, a fin de sincronizar el calendario del reembolso de la deuda con los flujos de

¹¹ Me gustaría agradecer a Claudio Borio, Blaise Gadanecz, Már Gudmundsson, Eli Remolona y Kostas Tsatsaronis por sus comentarios, y a Angelika Donaubaue y Petra Hofer (Dealogic) por su ayuda con los datos. Las opiniones expresadas en este artículo son las de su autor y no coinciden necesariamente con las del BPI.

¹² Entre los fracasos financieros más estrepitosos de los últimos años se cuentan el túnel del canal de la Mancha que une Francia con el Reino Unido, el parque temático EuroDisney a las afueras de París y el proyecto energético Dabhol en la India.

ingresos del proyecto, los préstamos para la financiación del proyecto tienen un vencimiento mucho más tardío que el de otros préstamos sindicados¹³.

En este artículo monográfico concluimos que algunas peculiaridades del *project finance*, como el elevando apalancamiento y la deuda sin recurso, repercuten directamente en la estructura de vencimientos de los diferenciales para ese tipo de activos. En concreto, un análisis econométrico comparativo de los diferenciales de interés ex ante en el mercado internacional de préstamos sindicados indica que los préstamos *project finance* de mayor vencimiento no suelen ser considerados más peligrosos que otros créditos a más corto plazo. Esta difiere con respecto a otros tipos de deuda, en los que el riesgo de crédito aumenta a medida que lo hace su vencimiento, *ceteris paribus*.

La financiación de infraestructuras significativas no sólo exige que los prestamistas se comprometan para un periodo de tiempo más prolongado, sino que también los expone especialmente al riesgo de injerencia política por parte de los Gobiernos en los que se desarrolla el proyecto. Así pues, los prestamistas en este tipo de actividades utilizan cada vez más salvaguardias frente al riesgo político, en particular cuando se trata de economías emergentes. En este artículo también se compara la función que desempeñan estas salvaguardias frente al riesgo político en distintos países, para concluir que las entidades comerciales se muestran más propensas a comprometer préstamos de mayor vencimiento en economías emergentes cuando pueden obtener garantías explícitas o implícitas por parte de bancos multilaterales de desarrollo o agencias de crédito a la exportación. Se ha demostrado que de este modo se reducen todavía más los diferenciales de intereses en el tramo final del espectro de vencimientos.

Tras un breve repaso a la historia y evolución del *project finance*, en la sección segunda se presentan los principales retos que supone la financiación de proyectos a gran escala e intensivos en capital, mientras que en la sección tercera se explica cómo se diseña este tipo de estructuras de financiación para hacer frente lo mejor posible a dichos riesgos. A continuación, en las secciones cuarta y quinta se analiza en profundidad cómo el riesgo de crédito en *project finance* coincide con la forma de joroba de la curva de vencimientos de los diferenciales de intereses que se observa ex ante para este tipo de activos. Por último, en la conclusión se recogen los principales resultados y se derivan algunas implicaciones para el diseño de las políticas económicas.

¹³ Según Dealogic Loanware, el vencimiento medio de los préstamos para *project finance* es de 8,6 años, frente a los 4,8 años de los préstamos sindicados en general.