

# LA UTILIZACIÓN DEL "CREDIT ENHANCEMENT" COMO INSTRUMENTO PARA LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS

*USING CREDIT ENHANCEMENT AS A TOOL FOR PROJECT FINANCE*

JUAN OSUNA GÓMEZ. Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos  
Director General de OHL Concesiones

**RESUMEN:** El desarrollo de nuevos proyectos de infraestructura en un marco político de estabilidad de Presupuestos Públicos exige una creciente implicación del sector privado en la financiación de los mismos. Sin embargo, oferta y demanda de fondos para la financiación de proyectos no siempre alcanzan un punto de encuentro sin la adecuada participación de diferentes agentes que modifiquen sus características. Plazo, tipo de interés y riesgo definen, básicamente, las emisiones de créditos sindicados o bonos, siendo posible a partir de un proyecto que reúna unas características básicas mínimas mitigar, mediante la aplicación de técnicas de "credit enhancement", los riesgos que asumen el agente financiero que aporta los fondos. Las agencias calificadoras de riesgo juegan un papel fundamental en la financiación de proyectos mediante la asignación de "rating" a las emisiones permitiendo, con ello, objetivar la calidad crediticia de las mismas, y facilitando, así, la participación de agentes financieros en su financiación.

**PALABRAS CLAVE:** "CREDIT ENHANCEMENT", RIESGO, VALORACIÓN, CAPITAL CONTINGENTE

**ABSTRACT:** The development of new infrastructure projects within a framework of sustainable State budgets, demands the ever-increasing participation of the private sector in order to finance the same. However, the supply and demand of funds for the financing of infrastructure projects does not always balance out and financial agents then have to intervene which frequently leads to a modification of the characteristics of the project. The interest rate, term and risk essentially define the trust loans and bonds and in a project which meets the minimum basic requirements it is possible to offset the risks assumed by the financial agent providing the funds by applying credit enhancement techniques. The risk classification agencies play an essential role in the financing of projects through their assignation of a risk rating of a bond, thereby establishing the credit-worthiness of the same and, subsequently, enabling the participation of financial agents.

**KEYWORDS:** "CREDIT ENHANCEMENT", RISK, RATING, CAPITAL CONTINGENTE.

## 1. INTRODUCCIÓN

El desarrollo de nuevas infraestructuras de transporte y la rehabilitación y mejora de infraestructuras existentes, dentro de un marco de estabilidad de los Presupuestos Públicos, requiere, sin duda alguna, de la participación del sector privado, capaz de movilizar recursos, propios y ajenos, y de gestionar con eficacia y eficiencia los servicios que las Administraciones Públicas les encomienden.

El esquema financiero habitual bajo el cual las inversiones en infraestructura pública toman fondos del mercado financiero es la modalidad de "Financiación de Proyectos", que se caracteriza, básicamente, por el hecho de que los proyectos que se desarrollan bajo este esquema, disponen de un solo activo capaz de generar caja, y que, a su vez, es la única fuente para atender el servicio de la deuda, intereses y principal. Además, de forma general, la amortización de las grandes inversiones que se requieren para acometer

un proyecto de infraestructura de transporte, exige plazos largos, lo que constituye una característica adicional de este tipo de financiación.

Existen dos esquemas básicos para financiar un proyecto, la obtención de un crédito, que normalmente será sindicado, o la emisión de un bono. Junto a estas dos estructuras tradicionales, se están desarrollando, hoy en día, otros instrumentos financieros, tales como la cesión de derechos a fondos de titulización que requerirían un análisis independiente. A partir de estos dos esquemas básicos, se pueden desarrollar combinaciones, dentro de las cuales, la más habitual consiste en la financiación durante la fase de construcción mediante un crédito puente, con mayor o menor grado de recurso al accionista y una refinanciación posterior mediante la emisión del papel correspondiente con recurso mucho más limitado.

Las características de las emisiones de bonos, ya sean antes de finalizar la fase de construcción y puesta en servicio de la infraestructura, como si se trata de refinanciamientos de créditos sindicados, dependen del propio proyecto que se desea financiar así como de las características del mercado en el que se desea efectuar la colocación. El agente financiero responsable de la estructuración de la emisión, define todas las características de la misma, tales como perfil de repago y tipo de interés, establecimiento de "covenants" que debe cumplir el emisor y los promotores y necesidad de contratar instrumentos de "credit enhancement", diseñando, con ello, a partir de las características del proyecto subyacente productos financieros que son demandados por el mercado sin requerir de la intermediación de ningún otro agente financiero.

Queda, por tanto, la necesidad de definir cuál es el producto financiero que demanda el mercado con el fin de que la colocación o venta del mismo sea exitosa. Sería muy difícil y prolijo enumerar y describir todas y cada una de las características que definen un bono, para ello es suficiente recordar el ingente número de voluminosos contratos que acompañan cualquier tipo de emisión de papel. No obstante, y de modo muy esquemático, la duración del bono, el tipo de interés y la calidad crediticia constituyen las tres características que definen el bono que se emite. De estas tres características, las dos primeras, duración y tipo de interés, son de inmediata cuantificación mientras que la tercera, calidad crediticia, requiere de la participación de Agencias Calificadoras de Riesgo que emitan su opinión mediante la emisión de una calificación de riesgo o "rating" del bono.

## **2. EL MERCADO FINANCIERO DE COMPRA DE BONOS DE INFRAESTRUCTURA**

Si bien, la participación de la iniciativa privada para acometer nuevas infraestructuras tiene lugar tanto en países desarrollados como en países que no lo están, es en estos últimos donde la emisión y colocación de títulos que permitan captar los fondos necesarios para financiar nuevos pro-

yectos de infraestructura conlleva una mayor dificultad. El inversor de este tipo de productos, busca, normalmente, comprar papel seguro y de largo plazo obteniendo a cambio un tipo de interés adecuado al riesgo que se asume. Para evaluar la seguridad de la emisión que el inversor está adquiriendo, en el mercado financiero mundial se ha extendido como mecanismo, la obtención de un "rating" suscrito por una agencia evaluadora de prestigio internacional, tal como Standard & Poors, Moody's o Fitch IBCA.

El "rating" de una emisión evalúa la probabilidad de "default", en otras palabras, la probabilidad de que el emisor no atienda el servicio de la deuda de acuerdo al compromiso establecido en los contratos de emisión, así como que incumpla cualquier otro compromiso relevante asumido en virtud de dichos contratos. Son muchos los factores que pueden dar lugar a un "default" en una emisión, factores que, lógicamente, son evaluados por la agencia calificadora en el momento de la emisión y que, normalmente, sufren reevaluaciones a lo largo de la vida de la misma. Se podría pensar así que podría existir una correlación directa entre "rating" y tipo de interés, pero no es así; dos matizaciones a realizar, la primera, que existe un umbral mínimo que se requiere para que el proyecto sea susceptible de ser financiado, por debajo del cual, el papel emitido no se colocaría con independencia del tipo de interés que se pudiera llegar a pagar; la segunda, que se requiere un mercado suficientemente desarrollado, con agentes suficientes, tanto emisores de papel, como tomadores, para que se establezcan las reglas de mercado.

Con relación al nivel mínimo de seguridad que se le exige a un bono para poder ser colocado en el mercado para que la inversión no sea considerada especulativa, se denomina por las diferentes agencias como "Investment Grade". La calificación definición que da por ejemplo, Moody's para "Investment Grade" es la calificación Baa3, que caracteriza a bonos que "se consideran obligaciones de grado medio (esto es que ni están altamente protegidas ni aseguradas pobremente). El pago de intereses y principal son adecuados en el momento actual pero algunos elementos de protección pueden llegar a carecer o pueden parecer poco realistas a largo plazo. Estos bonos carecen de especiales características de inversión y de hecho tienen también características especulativas". De igual forma, Standard & Poors, califica sus bonos "Investment Grade" con BBB, así como Fitch IBCA.

No obstante, los inversores, están demandando actualmente, papeles que tengan una calificación mayor que el umbral "Investment Grade", de tal forma que si no se obtiene teniendo en cuenta, únicamente, las características del proyecto, es preciso contratar en el mercado instrumentos de "credit enhancement" que asuman riesgos y eleven la calificación de la emisión del bono hasta el grado que sea aceptable por el mercado.

### 3. REQUERIMIENTOS PARA QUE UNA EMISIÓN OBTENGA UN RATING DE "INVESTMENT GRADE"

No existen fórmulas matemáticas para determinar si una emisión debe obtener, o no, el rating de "investment grade" sino que existen metodologías de evaluación, que junto con reglas de buena práctica y la experiencia del analista permiten asignar una cierta calificación a la emisión determinada. A modo de ejemplo se realiza a continuación un comentario acerca de la metodología seguida por Standard & Poors que es uno de los principales agentes calificadoros en proyectos de infraestructura de transporte, en la calificación de emisiones de deuda.

S&P ha desarrollado un conjunto de "Benchmark" que son evaluados por el analista, quien asigna una puntuación de 1 a 10, de tal forma que aquel proyecto que obtenga menos de 5 en todos y cada uno de los conceptos puede ser calificado como "investment grade", asignándole la calificación de BBB.

Así por ejemplo, S&P desarrolla su metodología estableciendo "benchmark" en los siguientes niveles:

- Riesgos del propio proyecto
- Riesgo soberano de la deuda pública en moneda nacional
- Seguridad jurídica
- Riesgo de fuerza mayor

#### 3.1. Riesgos del propio proyecto

La única fuente de caja para atender el servicio de la deuda es el propio proyecto, por lo que éste debe ser sólido en todos sus flancos para ser susceptible de que una emisión realizada para su financiación sea capaz de obtener el rating de "Investment grade".

Se evalúa en primer lugar el marco contractual analizando en virtud de estos contratos qué seguridad existe de que el proyecto genere ingresos: así por ejemplo, se considera si existen contratos que contemplen garantía de suministro de insumos, garantía de compra de producto terminado, seguro de lucro cesante por fallo tecnológico, así como la calidad crediticia de todos los agentes que entran a formar parte de la relación contractual. Asimismo, se analiza el marco contractual desde el punto de vista financiero, evaluando el riesgo de tipo de cambio, de interés, de inflación y cualquier otro riesgo de mercado. Este conjunto de contratos, junto con el propio desempeño del proceso productivo del proyecto constituyen la base del negocio. Seguidamente, se analiza el riesgo tecnológico en la construcción y explotación del proyecto. Este aspecto se evalúa a partir de la reputación de la empresa cons-

No existen fórmulas matemáticas para determinar si una emisión debe obtener, o no, el rating de "investment grade" sino que existen metodologías de evaluación, que junto con reglas de buena práctica y la experiencia del analista permiten asignar una cierta calificación a la emisión determinada

tructora, del sponsor y fundamentalmente a partir de la opinión de expertos independientes de reconocido prestigio, normalmente, internacional. Otro factor que se analiza en el momento de emitir una calificación de riesgo es la exposición que tiene el proyecto a la competencia y la capacidad que tiene este a reaccionar antes acciones de terceros, por la vía de introducción de nuevos productos o modificación de procesos productivos reduciendo los costes.

Es preciso evaluar asimismo, hasta qué punto el proyecto está implicado en otro tipo de actividades diferentes a las que están siendo analizadas y que puedan introducir algún grado de riesgo no considerado. También se evalúa si la insolvencia de otros agentes relacionados con el proyecto, que no cuentan con calificación o cuya calificación es mas baja que la del proyecto puede poner en peligro la capacidad de generación de caja del proyecto. De esta forma, un proyecto nunca podrá tener una calificación mayor que la menor que tenga una entidad que es relevante para el proyecto; en particular, la calificación del proyecto está limitada por la calificación del sponsor, siempre que de la insolvencia del sponsor pueda derivar la insolvencia del proyecto. Normalmente, con el fin de aclarar las relaciones y responsabilidades del proyecto, se suele constituir una sociedad vehículo de propósito específico, que es la titular de los activos del proyecto, la que asume los compromisos contractuales y la que explota el negocio. En cualquier financiación de proyectos, a esta sociedad se le restringe el derecho de emitir deuda con calificación menor que la que está siendo analizada, a menos que la nueva emisión quede subordinada a la primera. También, se limita la capacidad de fusión de la sociedad con otra que tenga una calificación menor que la que está siendo evaluada; lógicamente, esta restricción aplica también a la limitación de fusión de los sponsor cuando su insolvencia puede afectar a la del proyecto.

Finalmente, y no por ser el último es el menos importante, dentro de los aspectos que se evalúan del propio proyecto, se debe analizar la fortaleza financiera del mismo, esto es, su capacidad de generar caja suficiente para amortizar la deuda incluso ante situaciones adversas. El parámetro que se utiliza para medir esta fortaleza financiera es el Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda, RCSD, que mide la relación entre el flujo de caja de las operaciones ordinarias descontando los impuestos y el servicio de la deuda, intereses más amortización de principal. Asimismo, dentro de este aspecto se evalúa el perfil de repago de la deuda que ofrece el proyecto, difícilmente se podrá obtener una calificación con grado de inversión para emisiones con riesgo de refinanciación o con un perfil excesivamente desplazado hacia el final del plazo del proyecto que además cuenten con periodos largos de capitalización de intereses.

### 3.2. Otros riesgos

Existen otros muchos riesgos que son analizados adicionales a los del propio proyecto, en particular es importante mencionar tres grupos de riesgos; el primero es el riesgo soberano del país en el que se localiza el proyecto, que mide la capacidad de un país de repagar la deuda emitida por el mismo en moneda internacional. Este aspecto adquiere particular importancia cuando el proyecto que está siendo analizado ha emitido deuda en esta misma moneda, y en el momento de tener que adquirirla para liquidar los compromisos asumidos puede encontrarse con intervención del mercado realizada por el propio gobierno del país. Este hecho lleva a que sea muy difícil que un proyecto obtenga una calificación mayor que la de la deuda del país en el que se ubica.

Además del riesgo país, a la hora de analizar un proyecto es preciso realizar, en segundo lugar, un análisis de la seguridad jurídica del marco legal en el que se inserta el proyecto. Así por ejemplo, es normal que en países emergentes, no exista un marco institucional y legal sólido que permita que las inversiones a largo plazo estén protegidas adecuadamente. En tercer lugar, y para finalizar, el riesgo de fuerza mayor debe ser considerado, habida cuenta de que ante un evento de este tipo, la capacidad del proyecto de generar caja desaparece y es imposible poder atender en modo y plazo el servicio de la deuda emitida que se está calificando.

### 4. INSTRUMENTOS PARA ELEVAR EL RATING DE UNA EMISIÓN DE BONOS: "CREDIT ENHANCEMENT"

Ante el innumerable conjunto de riesgos que amenazan un proyecto parece prácticamente imposible lograr que un proyecto de infraestructura, especialmente en un país emergente, logre obtener la calificación de "investment grade" o superior, requerida, normalmente para garantizar el éxito de una colocación de títulos de deuda. Para lograr un "upgrade" o mejora de calificación, el mercado ha desarrollado un importante conjunto de instrumentos de seguros o garantías, parciales o totales, públicos o privados, que permiten mediante la adecuada utilización de los mismos, la estructuración de emisiones con calificaciones superiores a las del proyecto subyacente.

Existen, en general, dos formas de mejorar la calificación crediticia de un proyecto, la primera consiste en analizar pormenorizadamente los riesgos, identificar qué riesgo no es capaz de ser mitigado por el propio proyecto y contratar un seguro específico para cubrirlo, siempre que sea posible y el coste del mismo pueda ser pagado por el proyecto. Normalmente, el riesgo más común que se mitiga por este procedimiento es el riesgo político y suele ser cubierto por agencias multilaterales de crédito. La segunda consiste en tomar en consideración el compromiso por parte del sponsor de aportar liquidez al proyecto bajo determi-

nados supuestos. Para que este compromiso eleve la calificación del proyecto, lógicamente, es necesario que el propio sponsor cuente con una calificación superior a la del proyecto, y que a su vez significa un límite para la calificación de este proyecto.

Alternativamente, se posible la aseguración completa del bono contratando una póliza de aseguramiento con una "monoline insurer", que aporta una garantía financiera completa a la emisión de tal forma que otorga su calificación a la de la propia emisión.

### 4.1. Agencias multilaterales de crédito y garantía

Tanto el Banco Mundial como el Banco Interamericano de Desarrollo, proveen crédito, garantías y seguros para la financiación de proyectos privados de infraestructura. En efecto, el Banco Mundial, a través de su agencia MIGA –Multilateral Investment Guarantee Agency- provee garantías para cubrir ciertos riesgos no comerciales en proyectos y países elegibles. MIGA colabora, también, con el sector privado, actuando como "arranger" para cubrir las necesidades completas de seguro de un proyecto, ampliando así en gran medida su capacidad de hacer frente a más inversiones. Para que un proyecto sea elegible, éste debe estar desarrollado en un país miembro del banco y promovido por un sponsor perteneciente a otro país también miembro del banco. Asimismo, el proyecto debe contribuir con los objetivos de desarrollo del país, y debe ser sólido desde el punto de vista financiero, económico y medioambiental. Normalmente, una refinanciación de un proyecto en marcha es más difícil que resulte elegible para ser beneficiario de una garantía o seguro multilateral.

MIGA cubre riesgo político derivado de cuatro supuestos:

- Riesgo de convertibilidad y restricción de transferencia de fondos en mercados de cambio y de flujo de capitales intervenido. Esta garantía no cubre el riesgo de tipo de cambio, por lo que de no poder ser asumido, debe ser cubierto mediante otros mecanismos.
- Riesgo de expropiación de la inversión realizada por parte del gobierno del país donde se localiza la misma.
- Guerra civil y desorden público. Es posible contratar seguros que cubren cualquier daño, pérdida, o destrucción de activos incluyendo actos terroristas.
- Ruptura de contrato motivada por un comportamiento arbitrario de la Administración Pública del país donde se desarrolla el proyecto. Para que este tipo de garantía surta efecto es preciso que el inversor pueda invocar un mecanismo de resolución de disputa, tal como un arbitraje, que esté recogido en los contratos, y haber obtenido sentencia favorable. Si el gobierno no atiende el pago de las penalidades impuestas por la resolución arbitral, MIGA atiende el pago. Asimismo, mediante este se-

guro, MIGA también garantiza que el procedimiento establecido para dirimir la diferencia es respetado por el gobierno del país donde tiene lugar el proyecto, y cubre cualquier daño que se pueda derivar del incumplimiento de éste.

Es importante señalar que MIGA no ofrece garantías financieras sino que ofrece únicamente seguros para cubrir unos determinados riesgos y que por tanto, exige que se haya producido el daño para que pueda ser cubierto por la actuación de la agencia. Además, MIGA ofrece seguros no solo para cubrir el riesgo político de la deuda de un proyecto, sino para cubrir el riesgo de inversiones en equity.

Por su parte, el BID –Banco Interamericano de Desarrollo – por medio de su sector privado ha desarrollado también un programa de aseguramiento de riesgo político y de otorgamiento de garantías financieras similares a las que ofrecen las compañías "monoline insurers" mediante la emisión de garantías financieras que cubren riesgo político y comercial para los préstamos que obtengan los proyectos que se desarrollen en países y proyectos elegibles.

Las agencias multilaterales suelen actuar acompañadas de bancos o compañías comerciales que participan en el programa de crédito o garantía estructurado por la agencia multilateral. Existen incluso limitaciones de tipo estatutario en estas instituciones que limitan el porcentaje y cantidad en valor absoluto que pueden tomar en cada proyecto en el que participan. Estas compañías gozan de un tratamiento preferencial por parte de la mayor parte de los gobiernos de los países en los que participan, de tal forma que, teóricamente, en caso de que se produjese un evento perjudicial en un país, los proyectos financiados o garantizados por estas agencias, serían los últimos que se verían perjudicados. Este beneficio, se denomina en el argot financiero como efecto "paraguas" que protege a los bancos comerciales que participan en el proyecto. Sin embargo, es preciso destacar que no ofrecen ningún tipo de seguridad adicional a estos agentes que coparticipan más que la descrita.

Recientemente, las agencias multilaterales, y en especial el Banco Interamericano de Desarrollo están desarrollando nuevos instrumentos de "credit enhancement" con el fin de desarrollar el mercado de capitales en países en vías de desarrollo con un mercado financiero sin suficiente profundidad o grado de desarrollo.

Existen otras agencias públicas que ofrecen también seguros de riesgo político que pueden ser considerados como "credit enhancement" tales como la OPIC – Overseas Private Investment Corporation – o la IFC – International Finance Corporation – perteneciente al Banco Mundial o CESCE en España, como agencia ECA; estas agencias ofrecen programas de similares características a los de MIGA o BID.

Es importante señalar que MIGA no ofrece garantías financieras sino que ofrece únicamente seguros para cubrir unos determinados riesgos y que por tanto, exige que se haya producido el daño para que pueda ser cubierto por la actuación de la agencia

#### 4.2. Aseguramiento de un bono por mediación de un monoline insurer

En determinados mercados es preciso poder ofrecer calidades crediticias altas, muy por encima del nivel considerado de "investment grade", para ello se han desarrollado compañías de seguros especializadas que tienen como fin cubrir específicamente este tipo de riesgos, que se han venido a denominar "monoline insurers" en contraposición a las "multiline insurers" que ofrecen muy diversas fórmulas de seguro para muy diversas situaciones. Las compañías monoline, al suscribir este tipo de seguros con el emisor del bono, ofrecen una garantía financiera al tenedor del mismo de un rating igual al de la aseguradora. Mediante la suscripción del contrato, asumen aportar fondos para garantizar el servicio de la deuda de forma puntual, por lo que el tenedor del bono lo que visualiza es una emisión realizada por esta compañía de seguros. Lógicamente, esta compañía asume algunos riesgos directamente, tales como los riesgos comerciales y obtiene contragarantías, normalmente del sponsor, para otro tipo de riesgos que se analizan a continuación.

De esta forma un proyecto con un calificación subyacente de "investment grade" obtiene el rating de la compañía monoline que asegura el bono, normalmente AAA, con lo que se consigue una disminución del precio, en mercados desarrollados, y una mayor probabilidad de éxito en la colocación del papel.

La compañía monoline en virtud del contrato suscrito con el emisor, toma siempre el riesgo comercial, y en muchas ocasiones el riesgo político. El resto de los riesgos del proyecto son asumidos, por otras compañías de seguros y, especialmente, por el promotor del proyecto, si bien es cierto que la compañía monoline efectúa un "upgrade" en la calificación crediticia del promotor, que normalmente dispondrá de un rating inferior al que se consigue finalmente.

Es importante señalar que para que una compañía monoline asegure una emisión, es preciso que tanto el proyecto como el promotor estén calificados como "investment grade". La evaluación del proyecto se efectúa caso a caso ante cada emisión de una financiación, mientras que para el promotor es deseable que cuente con una calificación previa. No obstante, si no dispone de ella es siempre posible emitir un "shadow rating" soporte de la financiación que se está asegurando.

#### 4.3. Capital contingente

Cuando el proyecto no es susceptible por si solo de superar los test que se requieren para poder emitir deuda con los capitales comprometidos por los promotores del proyecto es

usual la aplicación de capitales contingentes que son aportados por los promotores ante ciertas eventualidades. La necesidad de capital contingente, ya sea en forma de equity o de deuda subordinada, se produce en las primeras etapas de vida de un proyecto, cuando el ratio de cobertura del servicio de la deuda es menor y cualquier merma en los niveles de ingreso o incremento de los gastos de operación puede producir una caída del RCSD por debajo de los niveles comprometidos contractualmente en la financiación. En estos casos, se puede requerir del promotor la aportación de fondos adicionales que permitan restablecer los niveles de seguridad del proyecto y atender el servicio de la deuda adecuadamente.

También, se produce la necesidad de aportar mayor liquidez al proyecto cuando este se encuentra en fase de inversión y se producen desviaciones de costes por encima de los presupuestos establecidos, poniendo en peligro la capacidad del proyecto de repagar la deuda.

Normalmente, el capital contingente cuenta con un mecanismo ya establecido para salir del proyecto, una vez que el riesgo que debían cubrir haya desaparecido, así por ejemplo, si el proyecto ha superado su etapa de lanzamiento –“rump up”- y los niveles de tráfico han superado los umbrales necesarios como para no requerir la aportación de capitales de los sponsor, futuras mermas de tráfico que diesen lugar a incapacidad del proyecto para atender la deuda debieran ser resueltas sin recurso al promotor, con la consiguiente asunción de riesgo por el tomador del crédito o la agencia que lo hubiese asegurado.

Existen múltiples fórmulas de recurso al promotor habituales en la financiación de proyectos, que requerirían un largo tratamiento para su exposición, por lo que hoy es mucho más propio al hablar de la financiación de proyectos como una financiación con recurso limitado al promotor más que una financiación sin recurso al accionista.

**Plazo, adecuado tipo de interés y seguridad avalada por una agencia de rating son las características del papel demandado por los inversores institucionales**

## 5. CONCLUSIONES

La intensificación de la participación del sector privado en la financiación de proyectos de infraestructura pública que tiene lugar desde los comienzos de la década de los noventa y que pervive en nuestros días, ha llevado a la proliferación de emisiones de deuda de proyectos, ya sea bajo la fórmula de crédito bancario o emisión de bonos a largo plazo, lo que ha dado lugar a la creación de un mercado cada vez más sofisticado y exigente. Por su parte, el sistema de compañías de seguros de vida y compañías de pensiones ha experimentado un incremento muy considerable en los últimos tiempos, lo que, por su parte, y habida cuenta de las características propias de su negocio, ha supuesto un gran incremento de la demanda de papel seguro y de largo plazo, papel que bien puede ser ofrecido por emisores de proyectos de infraestructura.

Plazo, adecuado tipo de interés y seguridad avalada por una agencia de rating son las características del papel demandado por los inversores institucionales. Las agencias de rating juegan un papel primordial a la hora de emitir calificaciones crediticias, en particular en otorgar el tan demandado “investment grade” a las emisiones.

La estructuración de productos financieros demandados por el mercado exige transformar las características de una emisión de un proyecto en un producto a medida, mediante la utilización de instrumentos de “credit enhancement”, entre los que destacan básicamente tres, la cobertura de riesgo político por agencias multilaterales de crédito, el aseguramiento de emisiones por monoline insurers, y la utilización de capital contingente aportado por los promotores del proyecto.

La adecuada utilización de estos productos ha supuesto una evolución en un mercado que cada ven demanda más fondos para financiar proyectos en un mundo cada vez más competitivo. ■