

FINANCIAMIENTO DE INVERSIONES MEDIANTE EL "PROJECT FINANCE"

Recepción: Noviembre de 2004 / Aceptación: Diciembre 2004

⁽¹⁾ Hércules Molina Arenaza
⁽²⁾ Javier Del Carpio Gallegos

RESUMEN

El artículo analiza y compara los diferentes aspectos relacionados con la técnica del Project finance usado en el financiamiento de proyectos en el mercado de capitales, tanto en los países desarrollados como en los países en vías de desarrollo. Asimismo, se ilustra la aplicación de esta técnica con la empresa minera Antamina.

Palabras Claves: Financiamiento de proyectos. Evaluación de Proyectos. Riesgos financieros.

INVESTMENT FINANCING THROUGH THE "PROJECT FINANCE" ABSTRACT

This article analyzes and compares the various aspects related to the "Project Finance" technique using projects financing in the Capital Market, both in developed countries and in developing countries. Likewise, the application's technique is illustrated by Antamina mining enterprise.

Key words: Projects financing. Projects evaluation. Evaluation risks.

- (1) Licenciado en Ciencias Administrativas. Profesor de la Facultad de Ciencias Administrativas, UNMSM.
E-mail: hmolinaa@unmsm.edu.pe
(2) Magister en Administración y Finanzas. Profesor del Departamento de Gestión y Producción Industrial, UNMSM.
E-mail: jdelcarpio@unmsm.edu.pe

INTRODUCCIÓN

Desde principios de la década del sesenta muchos son los sectores involucrados con la implantación del *Project Finance* en el financiamiento de grandes inversiones en petróleo, gas, oleoductos, minería, autopistas, aviones, barcos. En la década de los ochenta, el sector privado experimentó un fuerte impulso en el financiamiento de grandes inversiones: para la construcción y operación de plantas de generación de energía, refinerías de petróleo, gasoducto, proyectos mineros, construcción de aeropuertos, carreteras y puentes, así como para el sector telecomunicaciones, industrial, químico y otros. Y desde los años noventa esta forma de financiamiento ha recurrido de forma creciente a la figura del project finance.

El *Project Finance* viene siendo empleado exitosamente, tanto en economías emergentes como desarrolladas. Es el método de financiamiento que exige un profundo análisis de los posibles riesgos del proyecto; los cuales deberán distribuirse entre los distintos participantes, una estructura contractual rígida y un estudio que permita determinar el nivel de endeudamiento que el proyecto puede soportar.

En este contexto, el artículo analiza las principales características del *project finance* desde el punto de vista tanto de los promotores como del Estado anfitrión, enmarcándose en el ámbito específico de las inversiones en el sector minero, energético e infraestructura.

PROJECT FINANCE

Si bien no hay una definición de *project finance* aceptada por todo el mundo y, puesto que su entorno conceptual es muy parecido al de otras figuras o herramientas financieras, se le puede definir de la forma siguiente:

«Un sistema de financiamiento que permite que un determinado proyecto de inversión, dadas sus posibilidades de generar flujos de caja razonablemente predecibles y sostenibles, junto a la calidad de sus propios activos, puede ser financiado individualmente, utilizando para ello fondos específicamente conseguidos para el proyecto, sin recurso pleno a los socios promotores y empleando el mayor apalancamiento posible.»

De otro lado, el *Project Finance* se puede definir como la herramienta financiera que permite a las empresas, públicas o privadas, desarrollar proyectos que requieran un significativo aporte de inversión, el cual excede la capacidad de apalancamiento y exposición de riesgo de las mismas.

En el *Project Finance*, los inversionistas basan sus apreciaciones del crédito en otorgar a los flujos proyectados de la puesta en operaciones del proyecto (en lugar de los recursos o la calificación de crédito del promotor del mismo), incluyendo cualquier contrato de venta o suministro y otro flujo de efectivo generado como colateral de la deuda.

La constitución de una sociedad independiente, la aportación del gestor o promotor, los tipos de contratos y los ratios de endeudamiento distinguen claramente al *Project Finance* de otras formas de préstamo. Sin embargo, puede ser confundido con otras figuras o herramientas financieras muy reconocidas en nuestros días. De ese conjunto de herramientas, se pueden mencionar a uno muy parecido: el financiamiento estructurado o *structure finance*.

Para unos, el financiamiento estructurado es la categoría general en la que se incluirían el *project finance*, los *leveraged buy out* y los *management buy out* o *buy in*. Para otros, sobre todo los que operan diariamente, creen que la diferencia entre *project finance* y financiamiento estructurado consiste en que, aunque son conceptualmente similares, el *project finance* se aplica cuando el proyecto comienza desde cero y el financiamiento estructurado cuando el proyecto no comienza desde cero porque ya está en funcionamiento. Y para algunos, el financiamiento estructurado tiene que ver más con la titulación o con el denominado *asset backed financing* o financiamiento con garantía de activos.

Algunos ejemplos recientes de estas operaciones se hallan en la solución arbitrada de los problemas de la deuda acumulada por empresas de energía, las cuales venden en pequeñas fracciones (titularización de activos) esa deuda a los inversores, garantizándola con el aumento que sobre las tarifas eléctricas se aprobarán oportunamente, o la política de muchas entidades financieras de acelerar sus balances de créditos hipotecarios vendiéndolos en pequeñas fracciones a los inversionistas.

Características del Project Finance

Las principales características de esta herramienta son las siguientes:

- Se constituye una sociedad separada para realizar el proyecto, una vez obtenida la correspondiente concesión del Estado anfitrión.
- El gestor o promotor del proyecto aporta una gran parte del capital de la sociedad de proyecto, vinculando así el financiamiento del proyecto a su gestión.
- La sociedad de proyecto celebra contratos integrales con proveedores y clientes.

- La sociedad de proyecto opera con un alto ratio de endeudamiento sobre recursos propios (entre 75% y 90%), de modo que los prestamistas tienen limitadas posibilidades de reclamar al Estado o a los accionistas en caso de impago.

Estas características distinguen claramente el financiamiento de proyectos de otras formas tradicionales de préstamos. En los mecanismos tradicionales de financiamiento, los proyectos no suelen adquirir la condición jurídica de sociedades separadas, los pactos contractuales no son tan exhaustivos, los ratios de endeudamiento sobre recursos propios no son tan altos y la gran mayoría de los préstamos ofrece a los prestamistas la garantía de los activos de los prestatarios en caso de impago.

Requisitos Básicos para el Uso del Project Finance

Los requisitos y parámetros básicos que debe reunir un proyecto para que sea viable mediante el *project finance* son:

- a. El proyecto debe ser perfectamente identificable y distinto de otros proyectos y actividades desarrollados por los promotores.
- b. El *project finance* debe ser financiado solamente por los flujos futuros de caja provenientes del proyecto y sin el aval de garantía de los promotores. Por lo tanto, será viable cuando los flujos futuros de sus ingresos sean suficientes para hacer el proyecto rentable.
- c. Las entidades participantes deben tener suficiente disponibilidad de apoyo financiero que garantice: i) la realización oportuna del proyecto; ii) la cobertura de los costos totales del proyecto; y iii) la satisfacción de las garantías estipuladas en la estructura.
- d. Se debe disponer de una fuente segura de ingresos del proyecto que permita i) cubrir los costos operativos, ii) cubrir el servicio de la deuda asumida; y iii) ofrecer un retorno razonable al promotor.
- e. El *project finance* debe ser utilizado en proyectos de largo plazo que requieran el uso intensivo de capital.

Ventajas del Project Finance

En la estructura del *Project Finance* el promotor del proyecto no mantiene una obligación contractual para reembolsar el financiamiento del mismo, por lo que dicho mecanismo permite:

- a. El financiamiento de proyectos separadamente no supeditados a los recursos del promotor. Se consiguen fondos, sin recurso o con recurso limitado, difíciles de obtener por otras vías.

>>> *Financiamiento de Inversiones mediante el "Project Finance"*

- b. El financiamiento obtenido no afecta los resultados financieros del promotor, dado que la Sociedad de Propósito Especial se encuentra separada de los estados financieros del promotor. No se comprometen otros negocios de la empresa promotora.
- c. Evitar la presencia de *covenants* (obligaciones de hacer y no hacer) al promotor, permitiendo que el mismo no se vea sujeto a restricciones en sus decisiones y actividades.
- d. Asumir proyectos de mayor riesgo de los que estarían dispuestos a asumir los accionistas del promotor, o cuando el promotor mantiene una política de diversificación del riesgo rígida.
- e. Incrementar la capacidad de endeudamiento de los socios, conservando la calidad crediticia del socio, sin sufrir un empeoramiento en su clasificación o *rating* por un mayor endeudamiento.
- f. Mejorar la rentabilidad de los socios gracias a la utilización de un alto grado de endeudamiento.
- g. Compartir y transferir riesgos a socios, acreedores, clientes y proveedores. Si se disminuyen los riesgos, cubriéndolos adecuadamente, puede disminuir el costo del financiamiento.

Desventajas del Project Finance

Entre las principales desventajas de esta herramienta se pueden mencionar las siguientes:

- a. El diseño de la operación es complejo y la necesidad de cubrir riesgos y de ofrecer garantías para así conseguir el financiamiento requiere altas dosis de ingeniería financiera - jurídica.
- b. Son necesarios especialistas muy distintos entre sí, que ayuden a diseñar, instrumentar y ejecutar la operación: bancos de inversión especialistas en Project Finance, abogados, asesores técnicos, etc.
- c. Los costos de transacción asociados son altos: los gastos de estudio y administración, minutas, honorarios y comisiones de los especialistas que intervienen, pueden representar entre uno y dos por ciento del volumen de la operación.
- d. Sólo compensa, en general, para proyectos de inversión que requieren una considerable escala de inversión.

LOS PROBLEMAS DE AGENCIA

El *project finance* da una respuesta satisfactoria a los problemas de agencia, los cuales son el resultado de la divergencia de intereses, a menudo contradictorios, entre las distintas partes implicadas en cualquier gran proyecto. El éxito del proyecto requiere que todas las partes dispongan de incentivos para la colaboración orientada al bien común. Esto

puede lograrse, en cierta medida, mediante una adecuada composición de la estructura financiera de la empresa.

Se pone el siguiente caso: el problema de los accionistas de una empresa que desean motivar a su presidente para que aumente el valor de la compañía. A los accionistas les gustaría que el gerente hiciera todo lo posible para aumentar el valor para el accionista, y tal vez desearían celebrar un contrato en el que se especifique lo que éste debe hacer en distintas situaciones. Pero resulta imposible redactar un contrato de este tipo, para empezar debido a la dificultad de prever y describir todas las posibilidades situaciones que pueden producirse. Por ende, cualquier contrato entre los accionistas y los directores corporativos será, inevitablemente incompleto. Además, aún cuando fuera posible redactar un contrato exhaustivo en el que se especificará exactamente lo que el director gerente ha de hacer en todas las situaciones imaginables, resultaría muy costoso para los accionistas supervisar su actuación para garantizar que se atiende al contrato.

Una solución a estos problemas de insuficiencia contractual y costo de supervisión es disponer de la participación del director gerente en el capital de la empresa. Esta participación vincula la situación económica del gerente a su gestión de la empresa, recompensando su esfuerzo y penalizando su falta de diligencia. Por ende, el incentivo de la participación en el capital sirve, al menos en cierta medida, para motivar al gerente en los casos no cubiertos por el contrato.

Este caso ilustra el papel de la estructura financiera en la resolución de los problemas de agencia. Se debe tener en cuenta que la participación del director gerente en el capital de la empresa le incentiva para actuar en interés de los accionistas, al compartir el riesgo del negocio. Por ende, el establecimiento de incentivos y el desplazamiento de riesgos desde el accionista hacia el gerente son, dos caras de la misma moneda. Este desplazamiento de riesgos no es beneficioso en sí mismo, ya que el gerente, a diferencia de los restantes accionistas, no tiene una cartera de inversiones diversificada, por lo que necesita obtener una mayor rentabilidad por este riesgo de los accionistas. El beneficio se deriva exclusivamente de la medida en que este mecanismo contribuye a mejorar la eficiencia.

En el caso del financiamiento de proyectos, una compleja serie de contratos y mecanismos de financiamiento distribuye los distintos riesgos del proyecto entre los diversos participantes. Al igual que en el sencillo caso arriba expuesto, esta distribución de riesgos no suele ser beneficiosa en sí misma, pero

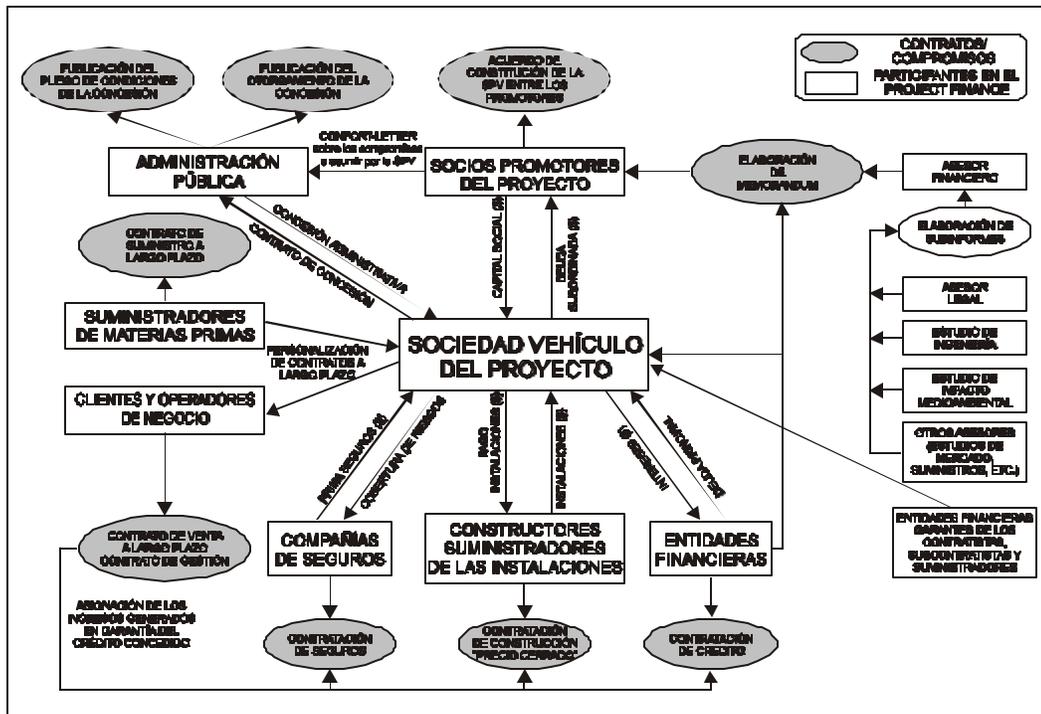


Figura 1. Esquema básico de un *project finance*

Fuente: Project Finance, Ediciones 2010.

tiene importantes efectos incentivadores. Para comprender cómo se producen estos efectos, se analiza la estructura típica del *project finance*.

PRINCIPALES PARTICIPANTES

La estructura típica de la financiación de proyectos incluye diversos participantes (ver Figura 1), junto a los prestamistas y la sociedad de proyecto participan uno o más promotores, contratistas, proveedores, grandes clientes y el Estado anfitrión. Entre los principales se pueden mencionar a los siguientes:

- Promotores e inversores y sociedad de proyecto.
- Las entidades financieras prestamistas.
- El estado y las agencias internacionales.
- Los contratistas, los asesores externos y seguros.
- Proveedores y clientes.

MECANISMOS CONTRACTUALES

A continuación se consideran las diversas formas de distribuir el riesgo asumido en los mecanismos contractuales de los proyectos:

- El **promotor del proyecto** soporta los riesgos de la ejecución, explotación y mantenimiento de la obra. Esto se logra mediante un contrato de gestión de instalaciones que incluye garantías que éstas se terminarán en un plazo y se construirán y explotarán con arreglo a las especificaciones establecidas.
- Los **prestamistas** exigirán a la sociedad de proyecto las garantías habituales, incluyendo las de devolución del préstamo. Los prestamistas desearán garantizar, especialmente, que el dinero que pueda emplearse para el servicio de la deuda no se destine a remunerar a los accionistas. El servicio de la deuda puede vincularse a los resultados del proyecto, y los excesos que se produzcan sobre esta cantidad podrán disponer los accionistas.
- El **contratista principales** naturalmente, el más capacitado para garantizar que la construcción se termine dentro del plazo y del presupuesto. Por consiguiente, celebrará normalmente un contrato en el que se especificará un precio fijo con penalizaciones por retrasos y se le exigirá una fianza de ejecución del proyecto.

>>> *Financiamiento de Inversiones mediante el "Project Finance"*

- El **proveedor principal**, se celebrará un contrato para garantizar que éste: (1) no abuse de su posible poder monopolístico y (2) preste sus servicios eficientemente.

Por ejemplo, si la sociedad de proyecto es una gran adquirente de electricidad procedente de un monopolio público, celebrará con ésta un contrato de suministro a largo plazo en el que se establecerá normalmente un precio fijo o indexado por la inflación o por alguna otra variable que afecte a los resultados del proyecto. La sociedad de proyecto puede exigir a la empresa pública que le compense en caso de que incumpla los términos de suministro de electricidad.

Si los clientes potenciales del producto generado por el proyecto son pocos, el riesgo de ventas suele transmitirse a éstos mediante contratos a largo plazo, que suelen incluir una cláusula de penalización por rescisión o, en el caso de los oleoductos, un pacto que obliga al cliente a un mínimo de utilización de las instalaciones.

Otro mecanismo de desplazamiento del riesgo de ventas al cliente es el de los contratos de suministro de productos a la sociedad de proyecto para su procesamiento por ésta y posterior recompra por el cliente. El contrato entre la sociedad de proyecto y los clientes tratará de garantizar, en la medida de lo posible, que los precios de los productos queden indexados por los costes del proyecto.

Si existe multitud de clientes, como en el caso de las carreteras de peaje, no es posible celebrar este tipo de contratos a largo plazo. De hecho, si existen rutas alternativas sin peaje puede resultar imposible fijar una tarifa que genere resultados suficientes para la sociedad de proyecto. En estos casos, la única forma de atraer financiación puede ser la garantía de un pago mínimo a los inversores por parte del Gobierno.

Cuando el proyecto requiere el otorgamiento por el Estado de una concesión a la sociedad de proyecto, será necesario celebrar un contrato de concesión que atribuya a la empresa el derecho a construir y explotar las instalaciones. El contrato puede obligar también al Estado a construir instalaciones de apoyo, tales como carreteras de acceso, cuya falta podría provocar el fracaso del proyecto o reducir sus resultados.

Como ya se ha señalado, esta red de mecanismos contractuales, que puede variar a lo largo del período de duración del proyecto, está diseñada para imputar los diversos riesgos a los participantes que se encuentren en mejores condiciones para evaluarlos

y controlarlos. Si se intenta imputar un determinado riesgo a un participante que no esté en las mejores condiciones para controlarlo, el intento terminará normalmente en fracaso.

CASO DE APLICACIÓN: EMPRESA MINERA ANTAMINA

Hace más de 2 años inició sus operaciones el proyecto Antamina, uno de los principales proyectos mineros realizados en el Perú. Diversas obras vinculadas a dicho enclave han sido comprometidas hasta el momento, como la construcción de una carretera de 120 kilómetros, una línea de transmisión de energía de 60 kilómetros, una línea de transmisión de energía de 60 kilómetros a 220 kilovatios, un mineroducto de 300 kilómetros y un puerto de exportación de concentrados en Huarmey. Toda esta infraestructura mejora significativamente la actividad económica de la región norandina del Perú e incrementa nuestro liderazgo como uno de los países más grandes productores de concentrados mineros.

La significativa inversión asumida en el proyecto (que asciende a US \$ 2 300 millones) después de ser analizada la exposición a los riesgos derivados de desarrollar un proyecto de tal magnitud en un país emergente (con inestabilidad e incertidumbre), los promotores del mismo definieron una estructura de financiamiento en la cual el 60% de la inversión (US \$ 1 320 millones) se efectuaría a través del Project Finance. Luego de cerrada la operación con total éxito, Antamina fue considerada como la «Negociación Financiera del Año 1999» por la publicación Project Finance Internacional.

Las empresas canadienses Rio Algom Limited (33,7%), Noranda Inc. (33,7%), Teck Corporation (22,5%) y la japonesa Mitsubishi (10,0%), como promotoras del proyecto, formaron en 1998 la Compañía Minera Antamina, comprometiéndose con el Gobierno Peruano a invertir más de US \$ 2 000 millones en el desarrollo del mismo. El proyecto inició su ejecución a fines de 1998, y empezó su producción y exportación durante el 2001. Tiene potencial para producir 272 000 toneladas de cobre y 163 300 toneladas de zinc anuales por más de 20 años.

Para el desarrollo del proyecto, se aplicó la herramienta del *project finance*, cuya estructura financiera se muestra en la Figura 2.

Los plazos de los financiamientos fluctúan entre los 10 y 14 años cabe indicar que tres bancos locales, mantienen una participación importante en el financiamiento de la banca comercial por un total de US \$ 50 millones.

Fondos Propios (Aporte de los accionistas) :	US \$ 980 MM
<hr/>	
Deuda Organismos Públicos Crédito Comercio Exterior:	US \$ 680 MM
<hr/>	
Banco Japones de Exportación E Importación (JEXIM) Kreditanstalt für Wiederaufbau (Kfw) Cia. Canadiense Expansión Exportaciones (SCEE) Leonia Coporate Bank/ ABB Export Bank	US \$ 245 MM US \$ 200 MM US \$ 130 MM US \$ 100 MM
<hr/>	
Sindicato Banca Comercial Internacional	US \$ 535 MM
<hr/>	
ABN Amor Bank, New Zealand Banking Group Limited, Bank Barclays, Imperian Canadian Bank of trade Citibank N.A. entre otros	
<hr/>	
Sindicato Financiero cofinanciado con JEXIM	US \$ 105 MM
<hr/>	
Dai-ichi Kangyo Bank, Dresdner Bank, Banque Roval of Canada. entre otros.	

Figura 2. Estructura financiera del *project finance*

Con el objeto de reducir el riesgo inherente a la operación de financiamiento, se emplearon diversos mecanismos de cobertura sobre los riesgos: político, ambiental, financiero y de mercado.

El Riesgo Político

- Garantía del Gobierno Alemán sobre el crédito concedido por KfW.
- Garantía de SCCE sobre el crédito de la banca comercial.
- Garantía de JEXIM sobre el crédito del sindicato financiero.

El Riesgo de Mercado

- Compromiso de Mitsubishi Materials y fundiciones japonesas de compra aproximadamente 20% del zinc y el cobre que se producirá.
- Compromiso de venta de una parte importante (80%) de la producción futura de la mina, por un periodo similar al repago de los préstamos (10 a 14 años).
- Diversificación de mercado; la distribución geográfica de los compromisos de venta es: 27% Norteamérica, 34% Japón y Corea, y 39% Europa.

El Riesgo Ambiental

El financiamiento requiere el cumplimiento de las normas locales de medio ambiente, así como de los lineamientos establecidos por el Banco Mundial con respecto a medio ambiente, salud y seguridad.

El Riesgo Financiero

El financiamiento limita los niveles de deuda adicional permitida, así como la concesión de garantías, préstamos, inversiones, entre otros. El financiamiento

incluye también la constitución de cuentas de reserva para el pago de deuda, así como ratios mínimos de cobertura de deuda.

El financiamiento del proyecto Minero Antamina constituye un modelo para el desarrollo de futuros financiamientos de obras en el Perú, tanto en Infraestructura como en explotación de recursos naturales. Ello se debe principalmente a su complejidad, dimensión y la amplia participación de organismos gubernamentales y bancos comerciales internacionales de primer orden.

CONSIDERACIONES FINALES

La estructuración del *Project Finance* implica la creación de una «Sociedad de Propósito Especial», independiente de sus promotores y con personalidad jurídica propia, en la cual se combina deuda, aporte de capital y contratos de suministros y venta. Todo ello para la construcción y operación de instalaciones en actividades de uso intensivo de capital.

Con la estructura del *project finance*, al igual que en toda evaluación de proyectos de inversión, el primer paso consiste en realizar un estudio de la viabilidad económica del proyecto. Esta dependerá del análisis de diferentes variables, como la disponibilidad continua de suministros, tecnología disponible, costos de la implementación, probabilidad de presencia de desastres naturales (aún cuando no se trabaje en la explotación de recursos naturales), identificación y evaluación de los riesgos políticos comerciales y de mercado entre otros.

A continuación se deberá realizar proyecciones sobre la inversión a realizar y el comportamiento de los ingresos y de los costos. De esta manera, se determina la rentabilidad del proyecto, la capacidad de financiamiento y la estructura deuda / capital que podría asumir el mismo.

Después de determinar la factibilidad del proyecto, los promotores negociarán con las autoridades (cuando se trate de proyectos que necesiten aprobación del Gobierno), los compromisos a asumir y se constituirá una Sociedad de Propósito Especial que se encargará de construir, operar el proyecto y cumplir estos compromisos. Dicha sociedad se formará con el aporte de los promotores.

Para la etapa de construcción de las instalaciones, los promotores suscribirán contratos con los constructores, generalmente bajo la modalidad de «llave en mano», solicitando una garantía sobre la culminación de las obras a tiempo.

>>> *Financiamiento de Inversiones mediante el "Project Finance"*

Los fondos para el financiamiento de la construcción provendrán del sindicato de bancos formado y estarán afianzados solamente contra los recursos y los flujos del proyecto. Para tal fin, los prestamistas exigirán certidumbre sobre la ocurrencia de estos flujos, sea a través de contratos "take or pay" o compromisos de venta suficientes para que el ingreso percibido por los mismos cubran los costos del proyecto, incluido el pago del financiamiento.

El nivel de apalancamiento del proyecto y el aporte de fondos derivados del uso de *project finance* estarán ligados al grado del riesgo implícito en el desarrollo de los mismos.

CONCLUSIONES

Los proyectos de inversión tienen que generar fondos suficientes en el tiempo previsto, para hacer frente al costo y a los vencimientos de los medios de financiamiento que se hayan utilizado.

Durante la última década el rol del sector público en el financiamiento de proyectos de infraestructura ha cambiado radicalmente tanto en las economías desarrolladas como emergentes.

El papel del financiamiento del proyecto está llegando a ser predominante en la canalización de recursos para el financiamiento de la construcción y operación de la infraestructura alrededor del mundo. Las estimaciones del Banco Mundial predicen que esta figura de financiamiento tiene gran potencial para

ampliarse y que el sector privado tendrá que jugar un papel, cada vez más, crucial en la producción de bienes y en la provisión de servicios públicos.

El sector privado llevará las habilidades gerenciales y la innovación de este sector que ayudarán en el mejoramiento de servicios claves que se han de proporcionar, tales como energía, minas, transporte, agua, telecomunicaciones y salud. Los gobiernos deben fijar la política y delegar la provisión de los servicios al sector privado, quienes estarán mejor equipados para proporcionar esos servicios.

BIBLIOGRAFÍA

1. Bond, Gary & Carter, Lawrence. (1994). *Financing Private Infrastructure Projects: Emerging Trends from IFC's Experience*. September, Read Discussion Paper No. 23, USA.
2. Brealey, R. I.; Cooper, A. Habib. (1994). *Using Project Finance to Fund Infrastructure Investment*. Journal of Applied Corporate Finance. Bank of America, USA.
3. Brealey R. (2002). *Finanzas Corporativas*. 5ta. Edición. Editorial Mc Graw Hill, México.
4. The International Project Association (2004). En: http://www.ipfa.org/shocked_index_branch3.htm
5. World's Best Project Finance Banks. (2003). En: <http://www.worldbank.org/html/fpd/guarantees/>