

Estructuras «mini perm»

en la financiación

La situación actual de los mercados y entidades financieras dificulta la financiación de proyectos de infraestructura con plazos largos, por lo que, en los últimos años, se ha popularizado la figura del *mini perm*: un híbrido consistente en financiación con vocación de largo plazo que promueve la refinanciación de las condiciones financieras a medio plazo. Las estructuras *mini perm* incorporan riesgos adicionales para los promotores.

Javier Castelo

de concesiones

Una concesión consiste en el otorgamiento por parte de la Administración pública a una empresa del derecho de explotación de bienes y servicios por un período de tiempo determinado, pudiendo tener la sociedad concesionaria carácter privado o carácter público-privado. Los objetos de las concesiones suelen ser servicios esenciales para el público, tales como la electricidad, el suministro de agua, el tratamiento de residuos, los hospitales o las infraestructuras de comunicación (las autopistas, por ejemplo). En la mayoría de los casos, la explotación de las instalaciones conlleva la previa construcción de las infraestructuras por parte de la sociedad concesionaria, lo que supone unas necesidades significativas de capital.

La financiación *mini perm* es una fórmula muy extendida en el contexto de la financiación de proyectos de infraestructuras que promueve la refinanciación o adecuación del préstamo a las condiciones de mercado en un plazo de cinco a siete años desde su concesión. Así, el término *perm* procede de la abreviatura de *permanent financing* o financiación a largo plazo.

El uso de estructuras *mini perm* en la financiación de proyectos a largo plazo ha sido extendida por las entidades financieras debido, fundamentalmente, a que:

- Los bancos captan fondos a corto plazo, a través de depósitos o en el mercado interbancario, pese a financiar operaciones a largo plazo, manteniendo un margen entre sus operaciones de activo y de pasivo. El incremento de los costes de financiación producida en los mercados interbancarios en los últimos años ha llevado, en muchos casos, a una reducción de dichos márgenes. En este sentido, se ha observado en el mercado la preferencia de las entidades por financiar operaciones de menor plazo con el objetivo de conseguir una mayor concordancia entre sus operaciones de inversión y financiación.
- Cada entidad puede contar con capacidad para

realizar préstamos de hasta 30-50 millones de euros. Los grandes proyectos que requieren grandes cantidades de capital hacen necesaria la unión de varias entidades en un sindicato. Si una o dos entidades dentro del sindicato solicitan una estructura *mini perm*, los demás bancos no se negarán.

Dentro de la figura del *mini perm* se distinguen dos grandes modalidades: el *hard* y el *soft mini perm*.

EL HARD MINI PERM

En el *hard mini perm*, la duración legal del préstamo suele situarse en torno a los cinco o siete años, que una vez cumplidos:

- La mayor parte del nocional sigue pendiente de amortización.
- Los accionistas se enfrentan al *default* en el caso de no refinanciar, lo que podría llevar a una pérdida de la concesión.

Por ello, los promotores mostrarán una gran predisposición para refinanciar su deuda, adecuando los márgenes, apalancamiento, ratios de cobertura y otros *covenants* a las condiciones de mercado del momento de la refinanciación, lo que evita que la entidad financiera tenga que hacer provisiones sobre las condiciones del mercado a siete años vista.

En el *hard mini perm*, la duración legal de la deuda se sitúa en torno a los cinco a siete años, que, una vez cumplidos, la sociedad concesionaria está forzada a refinanciar: de no ser así, se enfrentará al *default*

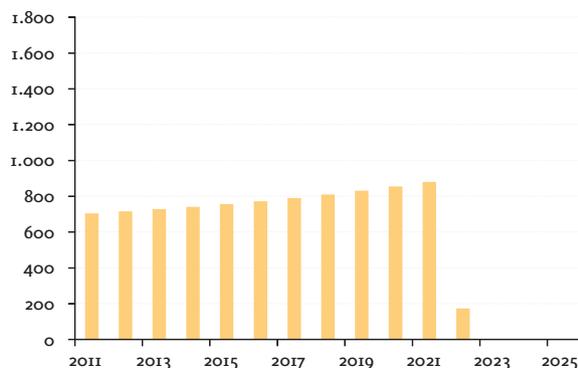
Esta fórmula de financiación introduce una serie de dificultades para los gestores de la concesión, tales como:

- Dificulta la planificación financiera de la sociedad concesionaria, que tendrá que asumir hipótesis sobre el coste financiero, plazos y perfil de amortización de la deuda según unas condiciones que se establecerán dentro de cinco o siete años.
- Hace necesario decidir entre realizar un contrato

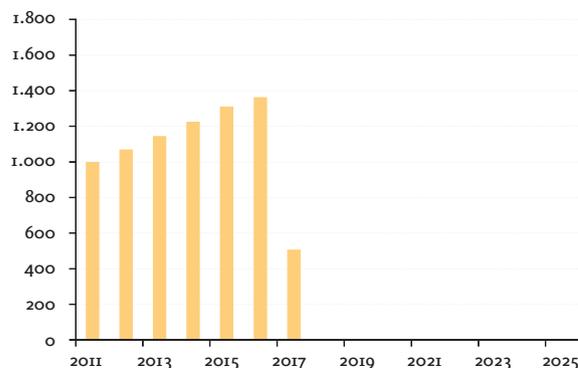
PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS CONCESIONES EN PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURAS

- La concesión se establece como un contrato de construcción y explotación a largo plazo, con períodos de vigencia de 30, 40 o 50 años.
- Al finalizar la concesión, las infraestructuras revierten a la Administración. La sociedad concesionaria deberá entregar las instalaciones en condiciones adecuadas.
- Los ingresos se caracterizan por tener una gran estabilidad.
- Normalmente, gran parte de los ingresos de la concesionaria proceden de la remuneración por parte de la Administración.
- Los costes se encuentran relativamente acotados.
- Normalmente se realizan seguros y contratos de cobertura para evitar desviaciones en costes.
- Requieren inversiones significativas.
- Llevan asociadas notables necesidades de financiación.
- Es muy común que la financiación del proyecto se estructure como *project finance*.

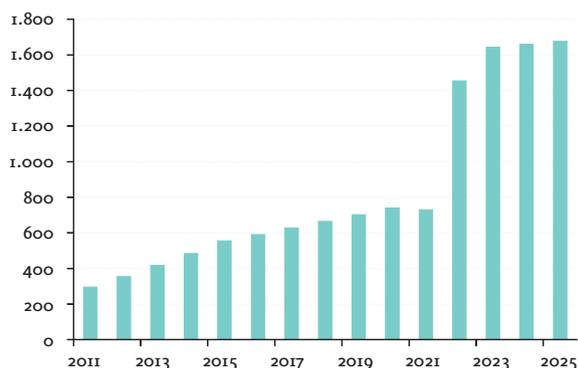
Servicio de la deuda sin *cash sweep*



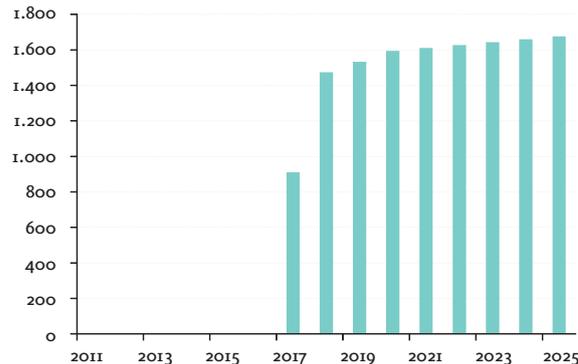
Servicio de la deuda con *cash sweep*



Flujo de caja libre accionista sin *cash sweep*



Flujo de caja libre accionista con *cash sweep*



Fuente: elaboración propia.

de cobertura a corto plazo y asumir un riesgo de tipo de interés para el momento de la refinanciación o realizar una cobertura a largo plazo desde el momento inicial realizando hipótesis acerca del nominal y del calendario de amortización.

Los argumentos en contra del *hard mini perm* se centran en que esta fórmula de financiación genera un riesgo de *default* innecesario para todas las partes, por lo que la mayoría de agentes se decantan por la fórmula del *soft mini perm*, que incentiva la refinanciación, pero sin introducir el riesgo de *default*.

EL SOFT MINI PERM

En el *soft mini perm*, la duración legal del préstamo se establece a largo plazo, en línea con la duración de la concesión, esto es, en torno a 24 años para una concesión de 30 años. En la financiación de concesiones acostumbra a dejarse una «cola de financiación» consistente en un período final en el que la deuda se encuentra totalmente amortizada, lo que permitirá soportar cualquier imprevisto en el repago de la misma.

En esta modalidad de *mini perm*, se activan dos condiciones para incentivar la refinanciación de la deuda pasado un período de cinco a siete años: el *cash sweep* y los *margin ratchets*.

Cash sweep

El *cash sweep*, o barrido de caja, consiste en destinar toda la caja generada por el negocio a la amortización de deuda y el pago de intereses y comisiones (servicio de la deuda), lo que supone un diferimiento en el tiempo de los flujos de caja disponibles para los accionistas y la introducción de un período en el que los accionistas no perciben ninguna retribución.

Este diferimiento en el tiempo de los flujos de caja tiene un impacto significativo sobre la rentabilidad de los accionistas, reduciendo notablemente su TIR, lo que les llevará a buscar la refinanciación y evitar la activación del barrido de caja.

En ocasiones, de cara a suavizar el impacto para el accionista, se estructura de forma que el barrido de caja afecta al 50% de los recursos disponibles hasta, por ejemplo, el quinto año y el 100% a partir del décimo año.

No obstante, en la práctica, pese a que el *cash sweep* es un buen incentivo para lograr la refinanciación, muchas entidades financieras se muestran escépticas en torno a esta figura, ya que consideran que el barrido de caja reduce demasiado los incentivos para los accionistas, que podrían llegar a descuidar la gestión del proyecto.



fStockphoto/Thinkstock.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL HARD Y DEL SOFT MINI PERM

Hard mini perm

- La duración legal del préstamo se establece a corto plazo.
- El incentivo a refinanciar se establece como alternativa al *default*.

Soft mini perm

- La duración legal del préstamo se establece a largo plazo.
- El incentivo a refinanciar se establece como alternativa a la reducción de la rentabilidad, que se instrumenta a través de *cash sweep* o barrido de caja y *margin ratchets*.

Margin ratchets

Los *margin ratchets* son incrementos de 25-50 puntos básicos sobre el margen establecido en el tipo de interés fijado inicialmente y que se establecen en unas fechas determinadas en caso de que no se produzca la refinanciación.

En el *soft mini perm*, la duración legal de la deuda se configura como de largo plazo, aunque, en un período de cinco a siete años, la sociedad concesionaria deberá refinanciar: de no ser así, los accionistas se enfrentarán a una reducción de la rentabilidad

En la práctica, los *margin ratchets* son ampliamente aceptados, ya que fomentan la refinanciación del contrato y permiten a las entidades cubrirse ante una eventual subida del coste de financiación en el mercado interbancario.

Por último, cabe destacar que, normalmente, en el contrato de concesión, se establece una cláusula por la cual, si la refinanciación se lleva a cabo en condiciones favorables para los promotores, la Administración se hace partícipe de esa mejora en la rentabilidad. En este sentido, la mejora se reparte, aproximadamente, al 50% entre Administración y accionistas, que se instrumenta a través de una reducción en la remuneración establecida inicialmente para el concesionario.

EL MINI PERM EN LAS SOCIEDADES DE ECONOMÍA MIXTA

Como se ha indicado anteriormente, las sociedades concesionarias pueden ser de carácter privado o de carácter público-privado. En este último caso, la sociedad concesionaria se constituye como sociedad de economía mixta con una estructura accionarial que acostumbra a aproximarse al 80% socio privado y 20% socio público.

En el ámbito de las sociedades de economía mixta, no existe un patrón establecido para el reparto de los riesgos del *mini perm* entre socio público y privado. No obstante, se observa que, en el caso de que no se produzca la refinanciación, el socio público prefiere asumir el coste del *margin ratchet* -que se encuentra definido en el caso financiero base-, antes que el diferimiento de la retribución ocasionado por el *cash sweep*, del que se haría cargo el socio privado.

ALTERNATIVAS AL MINI PERM: EL BANCO EUROPEO DE INVERSIONES

El Banco Europeo de Inversiones (BEI) es un organismo destinado a realizar préstamos a largo plazo en los sectores público y privado y en proyectos de interés europeo, como los relacionados con las infraestructuras de transporte, la energía o la sostenibilidad del medio ambiente, entre otros.

En este sentido, el BEI desempeña un importante papel en cuanto que cubre el *gap* de necesidades de financiación a largo plazo y mitiga así la rápida expansión de las estructuras *mini perm* o, al menos, reduce la cuantía de financiación bancaria con estructura *mini perm* en los proyectos de infraestructuras.

Otra tendencia observada en el mercado para evitar este tipo de estructuras es la inclusión en el sindicato bancario de más entidades financieras de las realmente necesarias, por si alguno de los bancos cambia de opinión durante el proceso de estructuración de la deuda ::