

## ***Project Finance* y Energías Renovables**

JOSÉ MARTÍNEZ DE HOZ (H)\* Y MARCOS BLANCO \*\*

El Programa RenovAr, a través del cual el Gobierno Nacional ha canalizado el Régimen de Fomento establecido por las leyes N° 26.190 y 27.191 para el desarrollo de las energías renovables en Argentina, ha facilitado el regreso a la Argentina de una modalidad de financiamiento utilizada en el país en períodos anteriores a la crisis de 2001, y de amplia difusión a nivel internacional: el project finance. Ello no ha sido casualidad, sino que la redacción de los documentos licitatorios y contractuales, aún con aspectos mejorables, denotan una clara inclinación a crear un marco propicio para esta modalidad de financiamiento. Su regreso amerita una mirada del project finance a la luz del Régimen de Fomento y su instrumentación a través del Programa RenovAr.

Palabras claves: RenovAr; energías renovables; project finance; ley 26.190; ley 27.191; Régimen de Fomento.

The RenovAr Program, through which the national government has channeled the Promotional Regime for the Use of Renewable Energy established by Laws 26,190 and 27,191 for the development of renewable energies in Argentina, has facilitated the return to Argentina of a financing methodology used in the country in periods prior to the 2001 crisis, and widely disseminated at the international level: project finance. This was not a coincidence, but the drafting of the bidding and contractual documents, even with improved aspects, show a clear inclination to create a favorable framework for this type of financing. This return warrants a look at project finance in light of the Promotional Regime and its implementation through the RenovAr Program.

---

\* José Martínez de Hoz (h) (Argentino). Socio fundador del estudio MHR | Martínez de Hoz & Rueda. Director del Departamento de Energía y Arbitraje de MHR (Buenos Aires, Argentina). Activamente involucrado en asuntos de arbitraje, petróleo, gas y electricidad, y es miembro de diversas instituciones arbitrales. Reconocimiento por la Global Arbitration Review 100 como uno de los profesionales más destacados en el mundo en materia de arbitraje comercial y de inversiones, y por la International Law Office con el Client Choice Award 2012, 2013 y 2015 por su destacada trayectoria en materia de energía y recursos naturales. Profesor de post-grado en petróleo y gas en la Universidad de Buenos Aires, y es disertante en seminarios y conferencias sobre cuestiones de energía y arbitraje.

\*\* Marcos Blanco (Argentino). Departamento de Energía del estudio MHR | Martínez de Hoz & Rueda (Buenos Aires, Argentina). Concentra su práctica en petróleo y gas, energía eléctrica y energías renovables, estructuración, desarrollo y financiamiento de proyectos, y arbitraje. Autor de diversos artículos en temas de Petróleo y Gas, Derecho Societario, Energía y Recursos Naturales, Derecho Administrativo, y Derecho Ambiental.

Key words: RenovAr, renewable energies; project finance; Law 26.190; Law 27.191; Promotional Regime.

## 1. Introducción

La modalidad de financiamiento denominada *project finance*,<sup>1</sup> de nula e imposible utilización en la Argentina desde la crisis económica que azotó al país en el año 2001, debido a las restricciones cambiarias impuestas durante más de 15 años, ha comenzado a tomar fuerza nuevamente, principalmente para el financiamiento de proyectos de generación eléctrica a partir de fuentes renovables de energía, al amparo del “Régimen de Fomento Nacional para el Uso de Fuentes Renovables de Energía Destinadas a la Producción de Energía Eléctrica” establecido por la ley 26.190 (modificada por la ley 27.191, ambas reglamentadas por el decreto 531/2016).

A modo de introducción, explicaremos seguidamente ciertas nociones generales acerca del contexto regulatorio y de negocios que ha devuelto esta práctica a la Argentina – en particular, los recursos renovables, para luego analizar en detalle el concepto y funcionamiento del *project finance* y su aplicación a los proyectos de energías renovables.

## 2. Las energías renovables

Las energías renovables son una subespecie de las denominadas *energías alternativas*, dentro del género de las *energías primarias*. Las *energías primarias* son aquellas que provienen *directamente* de una fuente natural, sin modificaciones, a diferencia de las *energías secundarias* que se generan a partir de ellas.<sup>2</sup>

Las *energías primarias* pueden dividirse en dos grandes familias: las *energías fósiles* (el petróleo, el gas y el carbón), y las *energías alternativas* a las fósiles. Éstas últimas pueden diferenciarse, a su vez, en *renovables* y en *no renovables* – ejemplo

---

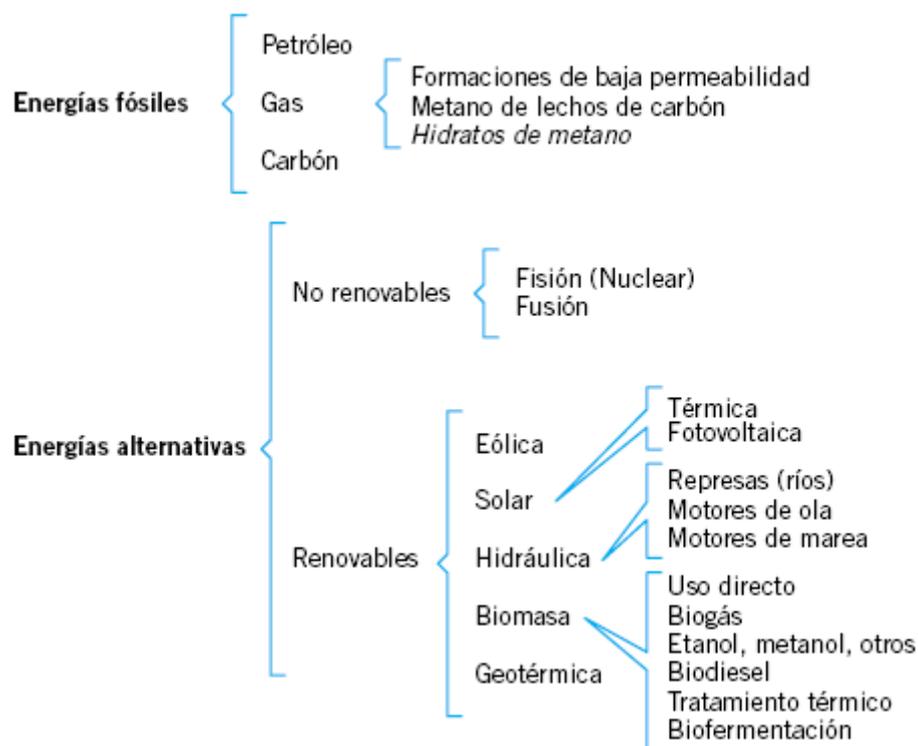
<sup>1</sup> Si bien hay quienes utilizan el término español “Financiamiento de Proyectos” para referirse a este tipo de financiamiento, utilizaremos la expresión en su significación anglosajona de “*Project Finance*”, de uso más común en la práctica, dado que el valor de su estudio reviste un carácter más pragmático que académico. Ello se debe a que, como explicaremos a lo largo de este artículo, el término *project finance* es distintivamente utilizado para designar un mecanismo particular de financiamiento de proyectos, basado en el concepto de que, a partir de la fecha en que el proyecto se encuentra construido y puesto en marcha a satisfacción del prestamista (*completion date*), este último ya no tendrá recurso legal alguno contra el organizador o accionista del proyecto (*sponsor*), descansando exclusivamente para el recupero del préstamo en el flujo de caja del proyecto, cuyo titular es un vehículo de propósito específico, afectado exclusivamente a desarrollar y gerenciar dicho proyecto.

<sup>2</sup> Barreiro, E., 2009.

de éstas últimas son la energía nuclear de fisión (que utiliza uranio o plutonio para los reactores nucleares), y de fusión (que está en desarrollo).<sup>3</sup>

Uno de los aspectos más críticos de la generación convencional, compartido por la generación nuclear, es que ambas utilizan recursos que tarde o temprano se agotarán: petróleo, gas, carbón, uranio. Son materiales que se encuentran en la naturaleza y que no tienen posibilidades de renovarse más allá de eficientizarse su extracción mediante nuevas técnicas, como ocurrió, por ejemplo, con los hidrocarburos no comunes (*shale oil* y *shale gas*). Así, la investigación y desarrollo tecnológico han procurado la búsqueda dentro de los medios naturales a aquellos elementos que se renuevan continua o cíclicamente. Y a eso se agrega un factor muy importante, que es la gratuidad con que se obtiene la mayoría de ellos (en el sentido que no se paga un canon o regalía por ellas), así como su abundancia.<sup>4</sup>

El siguiente gráfico es bien ilustrativo de lo recién explicado:<sup>5</sup>



En línea con el derecho comparado, la ley 26.190 define las “fuentes de energía renovables” como “[L]as fuentes renovables de energía no fósiles idóneas para ser aprovechadas de forma sustentable en el corto, mediano y largo plazo: energía eólica,

<sup>3</sup> Este proyecto se está llevando adelante en un plan internacional llamado ITER, que demandará una inversión estimada de 12 mil millones de euros. El ITER está diseñado para calentar un plasma de Hidrógeno gaseoso hasta 100 millones de grados Celsius, y debería generar su primer plasma en noviembre de 2020, estando plenamente operativo hacia marzo de 2027.

<sup>4</sup> Barreiro, R. A., 2002, p. 212.

<sup>5</sup> Barreiro, E., 2009.

*solar térmica, solar fotovoltaica, geotérmica, mareomotriz, undimotriz, de las corrientes marinas, hidráulica, biomasa, gases de vertedero, gases de plantas de depuración, biogás y biocombustibles, con excepción de los usos previstos en la ley 26.093.”<sup>6</sup>*

Respecto a las centrales hidroeléctricas, la ley promocionó la generación proveniente de las llamadas “minicentrales”, definidas como aquellas que no superen los 30 MW de potencia. Este tope varía de país en país. Por ejemplo, en Chile y Alemania, el límite es de 10 MW.

## 2.1. Marco normativo

En diciembre de 2006, el Congreso Nacional dictó la ley 26.190<sup>7</sup> aprobatoria del “Régimen de Fomento Nacional para el Uso de Fuentes Renovables de Energía Destinadas a la Producción de Energía Eléctrica” (el “Régimen de Fomento”).

La ley 26.190 amplió el espectro de energías renovables comprendidas en el régimen de promoción establecido por la ley 25.019. Pero más importante aún, si bien no estableció una obligación de compra de parte de los usuarios regulados, estableció el objetivo de alcanzar el 8% de consumo de energía eléctrica nacional de fuente renovable para el año 2017.

Así, el artículo 2º estableció como objetivo lograr una contribución de las fuentes de energía renovables hasta alcanzar el 8% del consumo de energía eléctrica nacional en el plazo de 10 años a partir de la puesta en vigencia del régimen, esto es, enero de 2007. El cálculo tomaría como base el “Informe del Sector Eléctrico” publicado por la ex-Secretaría de Energía (hoy Ministerio de Energía y Minería) respecto del año 2006, y lo compararía con el año 2017.<sup>8</sup>

Tras casi una década de inactividad, a fin de reavivar dicha iniciativa, y con el objetivo de materializar aquella política en medidas más atractivas a la inversión, tomando la experiencia de diversos países que desarrollaron el sector de energías renovables en la última década, en diciembre de 2015 fue sancionada la ley 27.191,<sup>9</sup> complementaria de la 26.190, que fue reglamentada el 31 de marzo de 2016 por el decreto 531/2016.<sup>10</sup>

La insistencia del Congreso en mantener vigente la ley 26.190, complementándola con un marco normativo más moderno y ambicioso, y

---

<sup>6</sup> Artículo 4º de la ley 26.190.

<sup>7</sup> B.O. 2.01.2007

<sup>8</sup> El “Informe del Sector Eléctrico” de cada año se encuentra disponible en [www.energia.gov.ar](http://www.energia.gov.ar).

<sup>9</sup> B.O. 21.10.2015

<sup>10</sup> B.O. 31.03.2016

modificándola en lo que fue juzgado conveniente para el avance del régimen, nos lleva a considerar a la ley 26.190 como el preámbulo del régimen actual y, como parte integral del mismo. Es decir que no consideramos a la ley 26.190 como un segundo intento de promoción de las energías renovables ya superado, sino que el actual régimen es el mismo que dicha norma ha dispuesto, blindado de disposiciones que favorecen la realización de sus objetivos.

Puede decirse que la ley 27.191 y su decreto reglamentario relanzaron el sector de las energías renovables en la Argentina, estableciendo mecanismos que fortalecieron el Régimen de Fomento. Entre ellos:

- Establecimiento de un objetivo de consumo renovable a nivel país y de una obligación de compra de energía renovable a cargo de los "Grandes Consumidores", esto es, los Grandes Usuarios del Mercado Eléctrico Mayorista ("MEM") o aquellos usuarios abastecidos por las Distribuidoras, cuya sumatoria de todos los puntos de consumo que tuvieran bajo el mismo CUIT alcanzare o superare una potencia media anual contratada de 300 kW, y cuyo incumplimiento deriva una severa penalidad.
  - Beneficios impositivos.
  - Acceso a financiamiento y a garantías de parte del Estado Nacional.
  - Sistema de licitaciones para la adjudicación de contratos de suministro de energía eléctrica ("PPAs", por sus siglas en inglés: *Power Purchase Agreements*).
- Despacho prioritario de la energía eléctrica proveniente de recursos renovables intermitentes.

En relación al objetivo de consumo renovable a nivel país, la ley 27.191 dispuso la incorporación obligatoria al 31.12.2017 de un mínimo del 8% de la suma de todos los puntos de demanda de energía eléctrica proveniente de fuentes renovables, y alcanzar el 20% para el 31.12.2025 (el "*target*"). Según las proyecciones de la Secretaria de Planeamiento Energético del Ministerio de Energía y Minería ("MINEM"), ello equivaldría a la instalación de aproximadamente 3.000 MW al 2018 y de 10.000 MW al 2026.

En febrero de 2016, el pico de consumo eléctrico en la Argentina fue de 25.380 MW, mientras que la potencia disponible del parque generador es de aproximadamente 26.500 MW. Es decir, que la reserva de potencia en el país es de apenas 1.000 MW.<sup>11</sup> Del total de potencia instalada, el porcentaje de las energías renovables en la matriz eléctrica argentina es de apenas 1.8%.

---

<sup>11</sup> La potencia total instalada en la Argentina es de 33.341 MW, pero conforme el Ministerio de Energía y Minería aproximadamente un 20% de dicha potencia se encuentra indisponible por razones varias (ej., falta de combustible, rotura de máquinas generadoras, mantenimientos programados o no programados, etc.). Ver mayor información en la web de AGUEERA (<http://www.agueera.com.ar/index.php?IDM=11&alias=PUBLICACIONES>) o en la web de CAMMESA (<http://portalweb.cammesa.com>).

## 2.2. El Programa RenovAr

La primera aplicación pragmática del Régimen de Fomento se hizo a través la resolución MINEM N° 136/2016, del 26 de julio de 2016, que inauguró el denominado "Programa RenovAr", consistente en una convocatoria abierta nacional e internacional – en el marco de la ley 27.191 y su decreto Reglamentario 531/2016 – para el abastecimiento de energía eléctrica a partir de fuentes renovables a través de la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A. ("CAMMESA") actuando en representación de los Grandes Consumidores.

Como explicamos, la ley 27.191 incluye un *target* progresivo y obligatorio que debe ser alcanzado por toda la demanda del MEM. Sin embargo, en los hechos, son los Grandes Consumidores los verdaderos obligados por dicha norma, ya que su incumplimiento individual y efectivo a partir del 31.12.2017 resulta ser el único que deriva en la aplicación de una multa considerable.

En efecto, antes del 31 de diciembre de 2017, éstos deberían acreditar ante el MINEM (i) la suscripción de contratos, o bien (ii) presentar un proyecto de autogeneración o cogeneración a desarrollar, que asegure el suministro de energía renovable cubriendo el respectivo *target*, y el 31 diciembre de 2018 el MINEM debería realizar la fiscalización sobre el consumo anual (independientemente de los consumos mensuales o de períodos inferiores). Las penalidades aplicables por las cuotas de consumo de energía renovable gozarán de una tolerancia de hasta el 10%. Este porcentaje es compensable al año siguiente al del incumplimiento.

A los fines de cumplir con los objetivos de consumo, los Grandes Consumidores pueden proveerse de energía renovable por medio de tres mecanismos alternativos: (i) la contratación individual con un generador renovable; (ii) la autogeneración o cogeneración; o (iii) las licitaciones organizadas por CAMMESA (mecanismo de "Compra Conjunta").

Conforme lo establecido en el Régimen del Mercado a Término de Energía Eléctrica de Fuente Renovable, en el mes de febrero de cada año, CAMMESA publicará, junto con la información transaccional, el listado de los Grandes Consumidores que se encuentren en condiciones de optar por quedar excluidos del mecanismo de Compra Conjunta, con el fin de cumplir con la cuota. En un plazo no mayor de treinta (30) días contados desde la publicación en el boletín oficial de la resolución MINEM N° 281/2017, CAMMESA deberá publicar un primer listado, correspondiente a los consumos registrados en el año 2016.<sup>12</sup>

El Programa RenovAr es el instrumento que ha diseñado el MINEM a fin de implementar, entre otras cosas, el mecanismo de Compra Conjunta.

A fin de abastecerse de la energía necesaria para suministrar tanto a los Grandes Usuarios como a las grandes demandas que sean clientes de los prestadores del servicio público de distribución o de los agentes distribuidores,

---

<sup>12</sup> Ver artículo 15 del Anexo I de la resolución MINEM N° 281/2017.

CAMMESA debe convocar a licitación pública,<sup>13</sup> cuyos términos y condiciones serán aprobados por el MINEM.<sup>14</sup>

El precio del megavatio hora (“MWh”) que abonarán los Grandes Consumidores que opten por el mecanismo de Compra Conjunta será definido por CAMMESA a prorrata del monto total al que ascienda la sumatoria de los contratos celebrados por CAMMESA con generadores a fin de abastecerlos a través del mecanismo de Compra Conjunta.<sup>15</sup> La adquisición de energía por parte de los Grandes Consumidores mediante el mecanismo de Compra Conjunta, en particular, no podrá exceder, en cuanto a su precio, de 113 USD/MWh (dólares por megavatio hora).<sup>16</sup>

CAMMESA ha convocado a licitación pública con el objeto de celebrar los contratos de abastecimiento de energía eléctrica proveniente de fuentes renovables necesarios para abastecer a la demanda de dichos Grandes Consumidores.<sup>17</sup>

El precio de los contratos destinados a abastecer a ésta última demanda, por su parte, será trasladado al precio de adquisición de la energía que abona dicha demanda en el MEM.<sup>18</sup>

Por otra parte, para los Grandes Consumidores que compren a CAMMESA, se aplicará, adicionalmente al precio promedio que resulte de la licitación, un cargo de Administración y el cargo destinado a la cuenta de garantía del FODER que se adicionará al calculado por CAMMESA a prorrata de los contratos celebrados por esta.<sup>19</sup> El cargo adicional aún no ha sido fijado por el MINEM.

---

<sup>13</sup> Ver artículos 9° y 8° de la ley N° 27.191 y su decreto reglamentario N° 531/2016.

<sup>14</sup> Ver artículo 9°, inc. 5°, apartado (v), del decreto N° 531/2016.

<sup>15</sup> Ver artículo 9°, inc. 5°, apartados (vi) y (vii) y artículo 12, inc. 6°, del decreto N° 531/2016.

<sup>16</sup> Véase artículo 9°, segundo párrafo de la ley N° 27.191, y artículo 9°, inc. 5°, apartado (vi), del decreto N° 531/2016. Dentro de dicho límite, se aplicará un cargo en concepto de costos de comercialización, que incluirá una valoración de riesgos de largo plazo asumidos por CAMMESA, que será aplicado sobre el precio promedio de adquisición y cuyo valor será definido por la Autoridad de Aplicación. Por fuera de dicho límite, en cambio, se aplicará un cargo en concepto de gastos administrativos que será definido por el MINEM.

<sup>17</sup> Ver, en tal sentido, las resoluciones MINEM N° 136/2016, 252/2016 y 275/2017, mediante las cuales CAMMESA convocó a los interesados a presentar ofertas en las Rondas 1, 1.5 y 2 del Programa RenovAr, respectivamente.

<sup>18</sup> Artículo 12, inc. 6°, del decreto N° 531/2016.

<sup>19</sup> Ver Art. 9°, apartado 5.(vi), Anexo II, del Dec. 531/16. Dice expresamente: “La adquisición realizada a la COMPAÑÍA ADMINISTRADORA DEL MERCADO MAYORISTA ELÉCTRICO SOCIEDAD ANÓNIMA (CAMMESA) o al ente que designe la Autoridad de Aplicación por los sujetos obligados mediante el mecanismo de compra conjunta quedará alcanzada por el límite de precio establecido en el artículo 9°, segundo párrafo de la ley N° 27.191. Dentro de dicho límite, se aplicará un cargo en concepto de costos de comercialización, que incluirá una valoración de riesgos de largo plazo asumidos por la COMPAÑÍA ADMINISTRADORA DEL MERCADO MAYORISTA ELÉCTRICO SOCIEDAD ANÓNIMA (CAMMESA) o el ente que designe la Autoridad de Aplicación, que será aplicado sobre el precio promedio de adquisición y cuyo valor será definido por la Autoridad de Aplicación. Adicionalmente, sin estar sujeto al límite indicado precedentemente, se aplicará un cargo en concepto de gastos administrativos que será definido por la Autoridad de Aplicación.”

Los Grandes Consumidores que contraten su suministro a través de CAMMESA no serán penalizados de no alcanzar las cuotas de energía renovable, ya que se establece que su incorporación en el mecanismo de Compra Conjunta y el pago del costo de la energía eléctrica de fuente renovable oportunamente consumida por ellos será suficiente para establecer su cumplimiento con el Régimen de Fomento.

Ahora bien, mediante la citada resolución MINEM N° 136/2016, el gobierno argentino dio comienzo a la primera ronda del Programa RenovAr (la "Ronda 1"), con la intención de adjudicar 1000 MW de potencia nominal, distribuidos de la siguiente manera, entre las tecnologías que se indican:

- 600 MW de energía eólica
- 300 MW de energía solar.
- 65 MW de biomasa.
- 20 MW de pequeños aprovechamientos hidroeléctricos ("PAH").
- 15 MW de biogás.

Los oferentes que resultaren exitosos en la licitación correspondiente a la Ronda 1 debían suscribir dos contratos: (i) un contrato de abastecimiento ("PPA RenovAr"); y (ii) un acuerdo por el cual el oferente adjudicado es incorporado como beneficiario del Fondo para el Desarrollo de Energías Renovables (el "FODER" y el "Contrato FODER", respectivamente), el cual será explicado en detalle más adelante.

El fondo será administrado por un fideicomiso. El fiduciante del FODER es el Estado Nacional ("Fiduciante"), a través del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas ("Ministerio de Hacienda"), mientras que el fiduciario es el Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. (el "Fiduciario").

Los Beneficiarios del FODER son los generadores de energía renovables que celebraron el PPA RenovAr con CAMMESA, los cuales son incorporados al FODER a través de la celebración del Contrato FODER.

El Contrato de Fideicomiso a ser ejecutado entre el Fiduciante y el Fiduciario ("Contrato de Fideicomiso") fue aprobado por el MINEM por la resolución MINEM N° 147/2016, de fecha 5 de Agosto de 2016

Durante la Ronda 1, fueron adjudicadas 29 de las 123 ofertas presentadas. En particular:

- 12 proyectos eólicos, por una potencia acumulada de 707 MW, y un compromiso de 2.790 GWh/año, distribuidos entre las provincias de Buenos Aires, Chubut, Río Negro, Santa Cruz, Neuquén y La Rioja.
- 4 proyectos solares, por una potencia acumulada de 400 MW, y un compromiso de 918 GWh/año, distribuidos entre Salta y Jujuy.
- 6 proyectos de biogás, por una potencia acumulada de 9 MW, y un compromiso de 67 GWh/año, distribuidos entre las provincias de Santa Fe, San Luis y Córdoba.
- 2 proyectos de biomasa, por una potencia acumulada de 15 MW, y un compromiso de 117 GWh/año, ubicados en Corrientes y Misiones.

- 5 pequeños aprovechamientos hidroeléctricos, por una potencia acumulada de 11 MW, y un compromiso de 65 GWh/año, distribuidos entre Río Negro y Mendoza.

Dada la sobreabundancia de ofertas respecto de la potencia total licitada, mediante la publicación de la resolución MINEM N° 252/216, el MINEM convocó a una nueva ronda de licitación (la "Ronda 1.5"), en la que se invitaba a aquellos oferentes que no hubieren sido adjudicados en la Ronda 1 a mejorar su oferta económica. Durante la Ronda 1.5, el MINEM adjudicó otros 30 proyectos:

- 10 proyectos eólicos, por una potencia acumulada de 765 MW, y un compromiso de 3.037 GWh/año, distribuidos entre las provincias de Buenos Aires, La Pampa, Río Negro, Santa Cruz, Chubut, Mendoza, La Rioja y Córdoba.
- 20 proyectos solares, por una potencia acumulada de 516 MW, y un compromiso de 1.274 GWh/año, distribuidos entre las provincias de Catamarca, Salta, La Rioja, Mendoza, San Juan y San Luis.

Durante la redacción del presente artículo, el MINEM publicó la resolución MINEM N° 275/2017, convocando a los interesados a presentar ofertas en el marco de la Ronda 2 del Programa RenovAr.

### 3. Project Finance

#### 3.1. Introducción al Project Finance

El vocablo anglosajón *project finance*, aludido por algunos en el mundo hispano como financiamiento de proyecto, hace referencia a una amplia gama de estructuras de financiamiento, caracterizadas por una nota común: el financiamiento no se apoya en el respaldo crediticio de los organizadores o accionistas del proyecto ("*sponsors*"), ni en la solvencia o activos de éstos. En cambio, las instituciones financieras que otorgan préstamos conforme a esta modalidad se basan exclusivamente en el desempeño –técnico, económico y financiero – del proyecto financiado. En otras palabras, el repago del capital y el servicio de los intereses y demás gastos de la financiación depende exclusivamente de la capacidad del proyecto de generar un flujo de caja suficiente para cubrir la financiación y un retorno para los inversores. De modo que, al colocarse el proyecto en primer plano, se lo analiza minuciosamente en términos de factibilidad, viabilidad financiera, rentabilidad; y, sobre todo, de exposición a factores de riesgo.

De tal manera, un *project finance* implicará necesariamente una distribución de los riesgos asociados al proyecto entre los diferentes participantes, tanto del proyecto como de la operación de financiamiento. Efectivamente, el riesgo puede y suele ser distribuido no sólo entre el *sponsor* y el prestamista, sino, además, mediante su distribución entre proveedores, contratistas, operadores,

compradores, aseguradoras y entidades gubernamentales, quienes asumirán ciertos niveles de riesgo de acuerdo a sus expectativas.

Existe, sin embargo, una etapa intermedia previa a la liberación del *ssponsor* de cualquier tipo de obligación crediticia. En efecto, no es inusual que las instituciones financieras que actúan como prestamistas requieran de aquél una inversión de capital propio en el proyecto y en el vehículo afectado al proyecto, o algún otro tipo de garantía adicional e independiente del rendimiento del proyecto, que garantice en determinada medida, y hasta determinado momento (típicamente la finalización de la construcción y hasta la puesta en marcha), la devolución del préstamo, independientemente de la viabilidad de aquél.

Superada la etapa de construcción del proyecto, durante el cual aún no tiene autonomía, y una vez puesto en marcha el mismo -alcanzando lo que se denomina el *completion* que involucra tanto (i) el *completion técnico*, consistente en la puesta en marcha del proyecto cumpliendo con todas las exigencias regulatorias y ambientales y de *perfomance* técnico, como (ii) el *completion* financiero que incluye la firma de los diversos documentos de financiación y el perfeccionamiento del paquete de garantías-, se produce la liberación o la existencia de la garantía de los *sponsors*. A partir de ese momento, el proyecto de titularidad vehículo de objeto específico, toma vida independiente, se “desacopla” de los *sponsors*, quienes a partir de ese momento se liberan de las garantías otorgadas, y los prestamistas pasan a depender para el recupero de su financiación exclusivamente de la generación de caja y los activos del proyecto.

La consecuencia práctica de esta modalidad financiera, es que una vez liberadas las garantías intermedias del *sponsor*, este último no registra la deuda del proyecto como deuda propia en sus estados contables (*off-balance sheet*).<sup>20</sup> Ello sin perjuicio de que deba registrarse en los estados contables de la sociedad que desarrollará el proyecto.<sup>21</sup>

De tal modo, el *project finance*, además de evitar que el fracaso del proyecto traiga aparejada la ruina del *sponsor*, otorga independencia y autonomía financiera a cada proyecto, permitiendo la afectación de los demás bienes y capacidad financiera del *sponsor* a la operación y desarrollo de otros proyectos y negocios, así como reducir su propio costo y capacidad de endeudamiento a tal efecto.

A esta altura, resulta más o menos evidente que el *project finance* escapa a todo intento de conceptualización específica. A pesar de ello, pueden identificarse, en todas sus facetas, determinadas características, de corte más práctico que conceptual. Entre ellas:

- la realización de evaluaciones regulatorias, técnicas y económicas del negocio del prestatario y del proyecto;
- un seguimiento minucioso y continuo de todos los aspectos del proyecto por parte del prestamista; y

---

<sup>20</sup>Hoffman, S. L., 1989.

<sup>21</sup> Nevitt, P. K. y Fabozzi., F., 1995.

- la abundancia de documentación compleja relativa al proyecto, los contratos asociados al mismo, los préstamos y sus garantías, elaborada a la medida de cada transacción.

### 3.2. Préstamo sin recurso

Las primeras operaciones negociadas en este nuevo auge del *project finance* en el marco del Programa RenovAr están demostrando una inclinación hacia la modalidad de préstamo sin recurso.

El “préstamo sin recurso” consiste en la modalidad de financiamiento ya descrita que descansa exclusivamente en la capacidad de repago del flujo de caja del proyecto, y cuya única garantía, una vez alcanzado el *completion*, es el proyecto en sí mismo. Es decir, bajo la modalidad de préstamo sin recurso, no es el *sponsor* quien garantiza el pago del préstamo, una vez superada la etapa intermedia de construcción y puesta en marcha del proyecto, sino que el prestamista deberá cobrarse exclusivamente de las ganancias que genere el proyecto y con respaldo de las garantías que se otorgan sobre los activos y generación de caja o cobranzas del proyecto. En tal sentido, se trata de un préstamo “sin recurso” contra el patrimonio del *Sponsor*.

### 3.3. Etapas del proyecto y su impacto en el Project Finance

Por lo general, la estructura contractual preverá, por lo menos, dos etapas diferenciadas en la vida del proyecto:

- la “Etapa de Construcción”<sup>22</sup>; y
- la “Etapa de Operación”.

El desembolso del préstamo ocurrirá típicamente durante la Etapa de Construcción, mientras que la obligación de devolver el préstamo (más sus intereses) será exigible únicamente a partir del inicio de la Etapa de Operación del proyecto, es decir, cuando el mismo posea un flujo de efectivo.

Siendo que la Etapa de Construcción constituye el período de mayor riesgo para el prestamista (dado que corre el riesgo de que el proyecto nunca termine de construirse o que no se cumplan con condiciones técnicas aceptables), es usual, como explicamos, que en esta etapa, el *sponsor* actúe como garante del préstamo. De lo contrario, el prestamista sería el único sujeto enteramente expuesto a los riesgos de la construcción, sin ninguna garantía sustancial que respalde su préstamo. Ello en tanto la sociedad vehículo, los equipos del proyecto, e incluso el proyecto instalado, no son de ningún valor si el proyecto no logra ponerse en marcha, con todos los permisos -regulatorios y ambientales- y cumpliendo con las

---

<sup>22</sup> También llamada “etapa de desarrollo”.

especificaciones técnicas y de *performance*, generando un flujo de dinero sostenido y previsible que permita proyectar el repago de la deuda en las condiciones pautadas.

En cualquier caso, el hito que separa una etapa de la otra es la fecha de finalización de la etapa, que puede coincidir próximamente con la fecha en que el emprendimiento comienza a operar comercialmente (la "Fecha de Habilitación Comercial" o *commercial operation date*, usualmente abreviada como COD).

En el caso de los proyectos adjudicados en el Programa RenovAr, por ejemplo, se ha utilizado la Fecha de Habilitación Comercial como hito de transición entre la Etapa de Construcción y la Etapa de Operación, dado que es a partir de allí que CAMMESA comenzará a adquirir la energía producida por el proyecto.<sup>23</sup>

Este hito, de trascendental relevancia en *project finance*, se denomina "*completion date*" (fecha de finalización). Se trata de un concepto técnico, financiero y regulatorio, dado que requiere la construcción del proyecto a satisfacción del prestamista (*technical completion*) que puede o no coincidir con la habilitación comercial del proyecto por la autoridad relevante (*regulatory completion*), y de la firma y cierre de todos los documentos y contratos de la financiación, incluyendo el paquete de garantías (*financial completion*).

La razón para no necesariamente hacer coincidir la *completion date* con la Fecha de Habilitación Comercial radica en que el prestamista previsiblemente, exige que el proyecto cumpla determinados requisitos adicionales de *performance* comprobados durante cierto lapso de tiempo desde la puesta en marcha del proyecto, que garanticen su operación eficiente.

El prestamista requerirá, como condición para la liberación del *sponsor* de su garantía sobre el proyecto, que este se encuentre no sólo en marcha, sino cumpliendo también con parámetros de eficiencia mínimos exigidos por el mismo prestamista, y acordados en los documentos de financiación que incluyen también requerimientos ambientales. Los organismos multilaterales de crédito, suelen exigir, por ejemplo, que el proyecto se ajuste a los Principios de Ecuador.<sup>24</sup> Además, como explicamos, para la liberación del *sponsor* el prestamista exigirá que se hubieran completado la instrumentación de la documentación financiera implementando el préstamo, y en particular que se hubieran perfeccionado las garantías sobre los activos y las cobranzas del proyecto.

### 3.4. Tipos de garantías

---

<sup>23</sup> El pliego de bases y condiciones del Programa RenovAr definió "Habilitación Comercial" como "la fecha en que CAMMESA, actuando de conformidad con Los Procedimientos, otorga al Vendedor [el prestamista] la habilitación comercial para la operación en el MEM respecto de, por lo menos, el noventa y ocho por ciento (98%) de la Potencia Contratada".

<sup>24</sup> Se trata de un conjunto de pautas de referencia del sector financiero para determinar, evaluar y gestionar los riesgos ambientales y sociales de los proyectos. Ver <http://www.equator-principles.com/>

Resulta claro entonces que, durante la Etapa de Operación luego del *completion date*, el prestamista sólo puede exigir la cancelación de su crédito con las garantías que le han sido otorgadas en el proyecto. Dicha garantía suele materializarse en el otorgamiento de hipotecas, prendas y prendas con registro sobre todos los activos físicos del proyecto y las acciones de la sociedad que lo desarrolle, y en la cesión en garantía tanto del flujo de caja del proyecto como de todos los derechos y contratos en él involucrados.

Esta batería exhaustiva de garantías se ve aún más justificada en proyectos cuyos activos carecen de mayor valor en sí mismos, independientemente de su afectación a una operación determinada, por resultar crucial la posibilidad de que en caso de incumplimiento del repago de la deuda, el prestamista pueda tomar control sobre el proyecto a fin de enajenarlo en marcha y obtener el mayor monto posible para recuperar el préstamo.

La garantía más importante, es la cesión del flujo de fondos del proyecto que normalmente se realiza bajo la modalidad de una cesión fiduciaria con fines de garantía. Los flujos de fondos, es decir los derechos contractuales y derechos a la cobranzas del vehículo societario titular del proyecto, se ceden a un fideicomiso administrado por un fiduciario. Las cobranzas cedidas se destinan a una cuenta fiduciaria, a partir de la cual se establecerá un sistema de cuentas sujetas a un orden de prioridad, llamado sistema de cascada (*cash waterfall*). El sistema de cascada asegura que cada entrada y salida de fondos ocurra y se distribuya entre y desde las diversas cuentas del fideicomiso de garantía, cada una de ellas afectada a una finalidad distinta, sujeta a un orden de prioridad, y en ciertos casos, a una serie de condiciones necesarias para su activación.

En dicho sistema, los fondos suelen distribuirse siguiendo el siguiente orden de prioridad:<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> El Código Civil y Comercial de la Nación ("CCCN") ha allanado el camino a la utilización de fideicomisos locales con fines de garantía. Los fideicomisos si bien admitidos genéricamente en el anterior Código Civil, fueron expresamente introducidos al país en 1995, a partir del dictado de una ley especial al efecto (la ley 24.441, hoy derogada en lo pertinente a la figura del fideicomiso). Sin embargo, los tribunales argentinos no fueron consistentes en su interpretación de la utilización de esta figura con fines de garantía. El artículo 1680 CCCN contempla expresamente los fideicomisos en garantía, así como un mecanismo de ejecución a la medida del mismo. En particular, la norma establece que "*[s]i el fideicomiso se constituye con fines de garantía, el fiduciario puede aplicar las sumas de dinero que ingresen al patrimonio, incluso por cobro judicial o extrajudicial de los créditos o derechos fideicomitados, al pago de los créditos garantizados. Respecto de otros bienes, para ser aplicados a la garantía el fiduciario puede disponer de ellos según lo dispuesto en el contrato y, en defecto de convención, en forma privada o judicial, asegurando un mecanismo que procure obtener el mayor valor posible de los bienes*". La importancia de la norma radica en que la misma contempla específicamente la aplicación de los fondos del fideicomiso en garantía al pago de los créditos garantizados por el mismo, el cual puede ser consecuentemente instrumentado a través del sistema de cascada. El fideicomiso resulta una herramienta atractiva en tanto mecanismo de garantía, dado que su efecto esencial implica la constitución de un patrimonio de afectación, separado tanto del patrimonio del fiduciante como del fiduciario (artículo 1685, CCCN). Como consecuencia de dicha afectación, los bienes fideicomitados quedan exentos de la acción los acreedores del fiduciario y del fiduciante (en el caso del *project finance*, el deudor), excepto por las acciones por fraude y de ineficacia concursal (artículo 1686, CCCN).

1. Gastos del fideicomiso;
2. Pago de costos operativos del proyecto, incluyendo impuestos;
3. Devolución del préstamo: pago de gastos, comisiones, intereses y reembolso de capital;
4. Devolución de préstamos subordinados con terceros;
5. Reservas; y
6. Pago de ganancias a los accionistas del vehículo.

Este orden de prioridad tiene sustento en los niveles de necesidad (primero) e importancia (después) de cada categoría de pago. Es decir, primero se cancelan los gastos del fideicomiso y los gastos y costos necesarios para la operación del proyecto (incluyendo los impuestos), sin los cuales el mismo no podría seguir generando el flujo de caja necesario para el repago de las demás categorías. Recién cubiertos dichos costos básicos para la operación del proyecto y del sistema de garantía, es que los prestamistas obtienen el pago correspondiente al pago de los gastos, comisiones, intereses y devolución de capital del préstamo a cuyo cumplimiento se suele obligar la subordinación de cualquier otra deuda tomada por el vehículo societario titular del proyecto, que fuera adicional al préstamo principal en cuya virtud se ha instrumentado el mecanismo *project finance*. Finalmente, una vez acumuladas las reservas razonables para enfrentar contingencias futuras que pudieran afectar el flujo de caja, el dueño del proyecto obtendrá su margen de ganancia.

### **3.5. Formas de contribución de equity: aportes de capital y préstamos subordinados a deudas senior.**

Conforme explicamos, no es infrecuente que el prestamista requiera del *sponsor* una contribución a fin de cubrir los primeros pagos a proveedores y contratistas, así como para hacer frente a eventuales multas por incumplimientos contractuales.

Esta contribución (*equity contribution*), que suele rondar entre un 10% y un 30% del valor de construcción proyecto, puede consistir tanto en un aporte de capital en la sociedad vehículo, como en el otorgamiento de préstamos a ésta última, cuya devolución estará subordinada al pago del préstamo otorgado por el prestamista financiero (*senior loan*).

## **4. Condiciones para Project Finance**

El *project finance* – tal como posiblemente pueda haberse intuido de lo hasta aquí explicado – no es un mecanismo idóneo para cualquier proyecto o negocio ni contexto macroeconómico. La conveniencia o no de acudir al *project finance* puede

variar tanto tratándose de un mismo tipo de proyectos en distintos países o regiones (condiciones macroeconómicas), como de proyecto a proyecto aún en condiciones macroeconómicas similares (condiciones relativas al proyecto).

Determinadas condiciones son mínimamente requeridas para considerar viable esta modalidad de financiamiento.

#### 4.1. Condiciones Macroeconómicas

Ciertas condiciones macroeconómicas son necesariamente tenidas en cuenta tanto para determinar la viabilidad de acudir a financiamiento a través de *project finance*.

Como condiciones macroeconómicas básicas tenidas en cuenta particularmente por prestamistas o proyectistas internacionales (incluyendo organizaciones multilaterales de crédito)<sup>26</sup> pueden mencionarse:

- Cierta nivel de estabilidad política e institucional.
- Acceso a convertibilidad y libre flujo de entrada y salida de divisas.
- Previsibilidad fiscal y regulatoria en relación al proyecto.
- Firma de tratados bilaterales de protección e inversión extranjera por parte del Estado receptor de la inversión.

#### 4.2. Condiciones Relativas al Proyecto

También existen recaudos que pueden adoptarse en relación al proyecto y, particularmente, a los pormenores de su entramado contractual. Estos, por su naturaleza, resultan más sencillos de controlar, y es donde mayor énfasis debiera ponerse al negociar (entre privados) o elaborar (en caso de licitaciones públicas) los documentos que darán sustento jurídico y económico al proyecto. Entre ellos, podemos mencionar:

- Contrato o contratos de largo plazo con uno o más compradores (*off-taker*) para la compra de toda o parte de la energía generada por el proyecto. El objetivo de estos contratos es asegurar acuerdos vinculantes para la venta de cantidades de energía a precios determinados o determinables y así garantizar un flujo de fondos para que permita por sí mismo el pago de la deuda (capital, intereses, gastos) y costos del proyecto.<sup>27</sup>

---

<sup>26</sup> Por ejemplo, la Corporación Financiera Internacional – *International Finance Corporation* (IFC) – dependiente del Banco Mundial o la Corporación Interamericana de Inversiones (*InterAmerican Investment Corporation*, IIC) dependiente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

<sup>27</sup> El plazo de dichos contratos, como el de los contratos que aseguren los derechos sobre los distintos elementos del proyecto (por ejemplo, el contrato de alquiler del terreno) deben ser tan largos como el plazo de amortización de la deuda del proyecto (*pay out period*), a fin de cubrir enteramente el período de repago.

- Precio de venta denominado en “moneda dura” (p.ej. dólares estadounidenses), que preferiblemente sea la misma moneda de la financiación a fin de disminuir o evitar el riesgo de diferencias de cambio.
- Viabilidad económica de las condiciones del contrato.
- Sistema jurídico que garantice estabilidad y respeto de contratos.
- Foro neutral para resolver disputas (p.ej. arbitraje internacional).
- Asignación de riesgos a contratistas y al comprador de la energía abastecida, que limiten la exposición del generador (deudor de la financiación) a riesgos que pudieran afectar la capacidad de repago de la financiación.

Dada su gran importancia, la cuestión relativa a los contratistas del proyecto merece un comentario aparte. Es que el énfasis que suele ponerse en el contrato de abastecimiento de energía (o de venta del producto de que se trate en otra clase de proyectos) – que será, en definitiva, el que provea el flujo de fondos para el repago de la deuda – no debe hacer perder de vista la relevancia de los contratos de suministro de equipos y materiales y construcción del proyecto (llamados "EPC", por sus siglas en inglés: *Engeneering, Procurement and Construction*, literalmente: Ingeniería, Suministro y Construcción). Estos contratos son cruciales pues son esenciales para la construcción y puesta en marcha del proyecto y el cumplimiento con las condiciones y especificaciones técnicas y de *performance* requeridas. Por ello, deben ser tenidos en consideración de manera orgánica, tanto respecto del proyecto en sí, como tomando en consideración las cláusulas de los demás contratos, incluido el contrato de abastecimiento de energía, particularmente cuando, como en RenovAr, sus condiciones son preestablecidas.

Los EPCs pueden implementarse bajo la modalidad "llave en mano" (*turn-key*), en que el vehículo titular del proyecto y tomador de la financiación, recibe de un único contratista general de obra el proyecto ya en funcionamiento, dejando en manos de aquél la subcontratación de contratistas para cada asignación y segmento del proyecto. Si bien esta modalidad suele resultar más costosa que la alternativa – esto es, la contratación de varios contratistas individuales para cubrir cada aspecto de la obra – ofrece algunas ventajas, como la delegación de la coordinación de actividades en un único especialista, con todos los ahorros operativos que ello implica, y la posibilidad de trasladar algunos de los riesgos del contrato de abastecimiento de energía con mayor facilidad en el contrato "llave en mano", que si se contrata con varios contratistas por separado. Por supuesto, que entre ambas alternativas de máxima existen alternativas intermedias en las que la sociedad titular del proyecto (el generador de energía renovable en el caso de análisis), pueda distribuir algunos aspectos del proyecto (p.ej. obra civil o construcción, instalación y montaje) a contratistas generales, y contratar por separados otros rubros.

Destacamos a continuación algunos puntos importantes a tener en cuenta al analizar riesgos en contratos EPC:

- Focalizar la responsabilidad. Conviene asignar a un solo contratista general de obra las tareas de diseño, ingeniería, suministro, construcción, contratación y evaluación del proyecto. De tal modo, ante cualquier eventualidad o discrepancia con las especificaciones contratadas, será el mismo contratista a quien deba acudir para recomponer y compensar el daño, desperfecto o ineficiencia en *performance*, independientemente de su índole. En particular, se procura trasladar al o los contratistas los riesgos de penalidades provenientes tanto de retrasos en alcanzar distintos hitos de construcción y desarrollo del proyecto o de la fecha de inicio de la habilitación comercial y venta de la energía, así como los riesgos provenientes del funcionamiento deficiente del mismo, una vez puesto en marcha. Si se trata de más de un contratista con subcontratistas, se debe intentar establecer su solidaridad en la responsabilidad hacia el comitente, en la medida que resulte razonable.

Precio fijo. Resulta conveniente asignar al contratista, el riesgo presupuestario (*cost overrun risk*) y, como contrapartida, el beneficio en la eficiencia económica. Sólo debe permitirse un encarecimiento del proyecto a cargo del comitente en casos excepcionales.

- Fecha determinada de entrega del proyecto. Puede tratarse de una fecha fija o de un período determinado a partir del comienzo de las obras, sometiendo al contratista al pago de una indemnización preestablecida (cláusula penal) (*liquidated damages*), equivalente a una estimación anticipada de los daños ocasionados por el retraso de las obras.

- Garantía de generación mínima. En tanto el pago del préstamo dependerá enteramente del flujo de fondos del proyecto proveniente de la venta de la energía generada, resulta indispensable que el proyecto se adecúe a los parámetros de funcionamiento, eficiencia y confiabilidad necesarios para asegurar dicho flujo. En tal sentido, suelen establecerse montos indemnizatorios en favor del comitente en caso que el proyecto no alcance un determinado nivel de generación garantizada.

- Garantías. Es común solicitar garantías líquidas al contratista que aseguren el cumplimiento de sus obligaciones. Estas suelen consistir en garantías bancarias, retenciones de fondos, garantías de pago anticipado, o garantías otorgadas por una sociedad controlante del contratista (*parent company guarantee*).

- Límites de responsabilidad. Los contratistas no aceptarán asumir responsabilidad ilimitada por los daños ocasionados al comitente. Lo normal es que éstos exijan establecer un límite equivalente a un porcentaje del precio del contrato.

- Fuerza mayor. Resulta recomendable establecer con claridad qué eventos serán considerados de fuerza mayor, y cuáles no. Ello no sólo facilita la administración del contrato, sino que permite una estimación clara de los riesgos asumidos en relación con el contrato de abastecimiento, que previsiblemente contará con sus propios eventos de fuerza mayor.

En definitiva, vía las mencionadas condiciones de contratación, la sociedad titular del proyecto (el generador de energías renovables en el caso bajo análisis), procura limitar sus riesgos por vía de acordar con el o las contratistas EPC, el pago de ciertas compensaciones en caso de contingencias que demoren la puesta en marcha del proyecto o impacten negativamente en sus niveles de generación o demoras que deriven en penalidades que el generador deba pagar al comprador de la energía. En síntesis, el titular del proyecto, intentará vía esta alternativa proteger el equilibrio económico del proyecto. Por su parte el prestamista de *project financing* también estará interesado en que el generador tome estos recaudos, y normalmente exigirá que los contratos que éste firme contengan prestaciones como las descriptas como condición para el desembolso de la financiación.

## 5. Condiciones de Bankability y situación bajo el Programa RenovAr

Un "PPA Financiable" (*bankable PPA*) es esencialmente un acuerdo de abastecimiento de energía a largo plazo, celebrado con un comprador solvente, con entidad suficiente para asegurar el reembolso de la deuda financiera a través de un flujo de fondos previsible y adecuado. El término *bankability* suele utilizarse en referencia a las condiciones contractuales requeridas por los bancos para el financiamiento de proyectos.

En línea con los lineamientos conceptuales expuestos en el apartado 3.1 *supra*, la Corporación para Inversiones Privadas en el Extranjero (OPIC, por sus siglas en inglés: *Overseas Private Investment Corporation*) publicó una guía llamada "10 Important Features to Include or Consider for a Bankable PPA" ("10 características más importantes a tener en cuenta o considerar para un Contrato de Abastecimiento financiable").<sup>28</sup> El objetivo de estas condiciones es enfatizar aquellos aspectos que las entidades financieras suelen valorar para evaluar la financiación de un proyecto, a fin de determinar su viabilidad, y las condiciones en las cuales estarán dispuestos a efectuarla.

Seguiremos aquellas pautas para comparar un PPA Financiable con los términos y condiciones del PPA RenovAr.

### 5.1. Las 10 condiciones de OPIC y el PPA RenovAr

---

28

Ver

<https://www.opic.gov/sites/default/files/files/10%20Elements%20of%20a%20Bankable%20PPA.pdf>.

Cabe destacar, además, que el *Regional Center for Renewable Energy and Energy Efficiency* (RCEEE) publicó la "*User's Guide for the PPA Model for Electricity Generated from Renewable Energy Facilities*" ("Guía para un Contrato de Abastecimiento Modelo para Electricidad generada a partir del uso de Fuentes Renovables", en [http://www.rceee.org/sites/default/files/users\\_guide\\_ppa\\_reegf.pdf](http://www.rceee.org/sites/default/files/users_guide_ppa_reegf.pdf)).

### 5.1.1. Riesgo en la entrega

#### a) PPA Financiable

Por lo general, los prestamistas tienen predilección en dos tipos de cláusulas fin de mitigar el riesgo de que el comprador incumpla su deber de compra:

– *Take-or-Pay*: el comprador acuerda pagar una tarifa fija comprometiéndose a una capacidad de carga (un monto fijo que es pagado por potencia disponible), y una carga de salida (un monto pagado respecto de la energía efectivamente entregada). Este pago es efectuado con independencia de que el comprador tome o no en un determinado período la energía contratada. Si no lo hace, debe pagar igual, pero usualmente se le reconoce un crédito y un período para recuperar el pago no obstante no haber tomado la energía contratada. Esto permite al generador de energía asegurar un flujo de caja estable y predecible para cubrir sus costos fijos con la capacidad de carga, incluyendo intereses, costos fijos operativos, y el repago del capital recibido en préstamo.

– *Take-and-Pay* (utilizados usualmente para energía eólica y solar): el comprador debe tomar y pagar una tarifa fija por la energía entregada (independientemente de que la misma sea despachada). Si la energía no puede ser físicamente tomada por el comprador y la salida se encuentra restringida (por ejemplo por congestión o restricciones en el sistema de transmisión eléctrica), la energía será calculada y abonada sobre una base de entrega "estimada". La finalidad de esta modalidad es similar a la anterior, pero no se reconoce un crédito por la energía tomada y no pagada.

#### b) PPA RenovAr

De acuerdo con el PPA RenovAr, el comprador (es decir, CAMMESA, al menos hasta tanto el PPA RenovAr sea transferido a las compañías distribuidoras de energía o Grandes Usuarios),<sup>29</sup> se obliga a tomar y pagar toda la energía generada por la central de generación, mientras que el vendedor se obliga a inyectar la energía en un nodo específico del Sistema Argentino de Interconexión conocido como SADI (el "Punto de Interconexión" o "PDI"), sujeto a determinadas reglas.

---

<sup>29</sup> El artículo 19.3 del PPA RenovAr autoriza a CAMMESA a transferir el contrato a favor de uno o más Agentes Distribuidores y/o Grandes Usuarios del MEM, de acuerdo con lo que oportunamente establezca la regulación, siempre que tal transferencia no afecte la validez u operatividad de los derechos de cada vendedor en su carácter de Beneficiario del FODER conforme a lo previsto en el Contrato FODER.

Si, debido a la congestión del PDI el vendedor debiera reducir sus inyecciones de electricidad por instrucción de CAMMESA, el comprador no estará obligado a pagar por la electricidad que no fue inyectada en ese nodo. Esto afecta el flujo de fondos del vendedor, y de ser recurrente podría incidir negativamente en su capacidad de repago del préstamo.

Como contrapartida, si existiera congestión, sin embargo, toda la energía que no haya podido inyectarse debido a la congestión en la red se considerará entregada a efectos de no “gatillar” la aplicación de penalidades contractuales por falta de entrega. En efecto, para la aplicación de multas por deficiencias de abastecimiento, la cláusula 9.2 del PPA RenovAr aclara que se tendrá en cuenta la Energía Abastecida Ajustada, en lugar de la Energía Abastecida. Mientras que esta última consiste en la energía efectivamente generada e inyectada en el PDI, aquella es calculada como la sumatoria de la Energía Abastecida y la Energía Acreditada. Y, la Energía Acreditada es la energía que el proyecto “*hubiera generado e inyectado en el [PDI] [...] de no haber sido impedido por causas ajenas al Vendedor*”.<sup>30</sup>

Conforme será desarrollado en detalle en la Sección 6.1 de este artículo, el pliego de la Ronda 2 busca reducir, al menos en parte, este riesgo, con especial atención a la proyectada ampliación del sistema de transporte eléctrico. Básicamente, CAMMESA abonará la energía abastecida más la energía complementaria que pudiere corresponder hasta cubrir la energía comprometida mínima (P99) a aquellos proyectos que dependan del plan de ampliación del sistema de transporte para inyectar la totalidad de la energía comprometida bajo el PPA si, transcurridos 30 meses de adjudicadas las ofertas, el corredor al que se conectará el proyecto no se encontrare concluido y habilitado comercialmente por razones distintas a un evento de caso fortuito o fuerza mayor, y el proyecto de generación ya contare con la habilitación comercial. Este pago se efectuará, a un valor igual al precio adjudicado y únicamente en aquellas horas en que se haya verificado una limitación en su despacho asociada a la ampliación inconclusa.

### 5.1.2. Tarifa fija

Es importante que el PPA Financiable – ya sea vía *take-or-pay* o *take-and-pay* – establezca un precio fijo por kW/h o MW/h generado, suficiente para cubrir adecuadamente el costo de operar la instalación, pagar la deuda y proveer una rentabilidad razonable. Asimismo, resulta conveniente que dicho precio sea denominado en la misma moneda del préstamo, a fin de evitar riesgos de cambio.

El PPA RenovAr contempla un precio fijo en dólares (“USD”) (aquél ofrecido en la oferta por el vendedor), ajustado sobre una doble base anual:

- i. un Factor de Ajuste, que refleja un pronóstico de alrededor de 1,7% de inflación anual en USD, y
- ii. un Factor de Incentivo, establecido a fin de incentivar el esfuerzo para alcanzar y/o adelantar la Fecha de Habilitación Comercial.

---

<sup>30</sup> Cláusula 1.1 del PPA RenovAr.

### 5.1.3. Régimen cambiario

A fin de evitar someter al generador de energía (y tomador de la deuda) a riesgos cambiarios, el PPA Financiable debe estar denominado en, la divisa de la deuda del productor. Además no deberán existir limitaciones cambiarias o aprobaciones regulatorias previas para la transferencia de divisas a cuentas en el exterior, para repagar al prestamista que financie el proyecto.

Conforme fuera expuesto *supra*, el precio del PPA RenovAr ha sido fijado en USD. Sin perjuicio de ello, a los fines de su pago al generador, el precio se convierte a pesos ("ARS"), al tipo de cambio aplicable a la fecha en la que se realice el pago.

El Contrato FODER, por su parte, establece un mecanismo de protección contra cualquier Evento de Inconvertibilidad<sup>31</sup> de ARS a USD que, sin embargo, es insuficiente.<sup>32</sup> En efecto, el mecanismo falla en cubrir al vendedor de un escenario en el cual, debido a restricciones cambiarias para obtener moneda extranjera en el mercado argentino, y/o restricciones para pagar al extranjero, el Banco Central establezca –como ha ocurrido en el pasado– tipos de cambio diferenciales (por ejemplo: una tasa de cambio baja para operaciones comerciales y una tasa de cambio alta para operaciones financieras), y el vendedor reciba por sus ventas de energía a CAMMESA pagos en base a un precio en USD que es convertido a ARS a un tipo de cambio menor a aquel que se aplica para la compra de divisas a fin de pagar deuda.

Asimismo, debe considerarse que la historia reciente ha colocado al mercado argentino frente a situaciones en que el acceso a divisas extranjeras por vía de transferencias bancarias resultaba de hecho imposible, (por ejemplo, durante la reciente experiencia del denominado "cepo cambiario" que rigió hasta fines del 2015), pero no mediante operaciones financieras alternativas paralelas y legales, que resultaban más onerosas (como por ejemplo, el llamado dólar "contado con liquidación"<sup>33</sup>). Esta clase de situación podría no encuadrar como un Evento de Inconvertibilidad del proyecto, ya que, técnicamente, no resultaría imposible convertir ARS a USD.

---

<sup>31</sup> El "Evento de Inconvertibilidad" es definido como cualquier evento, o serie de eventos, que priven al beneficiario de la adquisición de USD, o de convertir ARS a USD, en Argentina, por una suma equivalente a (i) un monto al menos igual a los facturados por el beneficiario conforme al el PPA, durante los 6 meses siguientes al acaecimiento del evento, o (ii) el monto necesario para realizar pagos por intereses exigidos por los documentos de financiación del proyecto, teniendo en cuenta que no existen otros documentos o procedimientos para la adquisición de USD en el mercado, y teniendo en cuenta que la deuda soberana de la Argentina no es calificada como grado de inversión. El eventual desdoblamiento del mercado cambiario local, así como un eventual regreso a un cepo cambiario, no se encuentran incluidos en este evento.

<sup>32</sup> La ocurrencia de un Evento de Inconvertibilidad luego de la Habilitación Comercial del proyecto constituye una causal de venta del proyecto al comprador (Estado Nacional) (v. punto 5.2.2(a)).

<sup>33</sup> El "contado con liquidación" es una operación por la cual una persona o empresa puede convertir ARS a USD fuera de Argentina, mediante la compraventa en el país de acciones o títulos de deuda denominados en dólares, como por ejemplo, los bonos emitidos por el Estado Nacional, y su subsiguiente venta en el exterior por dólares.

#### **5.1.4. Cambio en la Normativa o Cambio en Impuestos**

Un PPA Financiable debiera disponer expresamente cuál parte del contrato asume el riesgo de un eventual cambio en la normativa o régimen de impuestos aplicable luego de la fecha de entrada en vigencia del acuerdo, que de ser absorbida por el vendedor disminuiría la rentabilidad de la transacción (por ejemplo: incremento de los impuestos para generadores de energía reduciendo sus ingresos). Para que el PPA resulte efectivamente financiable, la mayoría de los financistas exigen que el comprador asuma dicho riesgo.

Según el PPA RenovAr, el cambio en la legislación no es considerado una Causal de Rescisión por el Comprador, ni un evento que autoriza al Comprador a obtener un aumento en el precio. Sin embargo, tanto la cláusula 16.1 del PPA RenovAr como la normativa argentina en general (y, en particular, la teoría de la imprevisión), otorgan al vendedor el derecho a solicitar una modificación del PPA RenovAr si el cambio en la normativa ha alterado de manera sustancial las premisas comerciales del PPA RenovAr y se verifican las demás condiciones legales establecidas en el Código Civil y Comercial. Si bien el Comprador no se encontrará obligado a aceptar dicha solicitud de modificación, la cuestión podría ser sometida a arbitraje.

Respecto a los incrementos impositivos, la cláusula 11.3 del PPA RenovAr dispone que el Precio Anual será ajustado inmediatamente luego del reconocimiento por parte de la Secretaría de Energía Eléctrica (la "SEE") de cualquier incremento fiscal trasladable. Los incrementos fiscales no trasladables, en cambio, serán absorbidos por generador/vendedor.

No hay en el PPA RenovAr directivas a las que la SEE deba ajustarse para aceptar o rechazar un pedido de ajuste del vendedor por aumentos de impuestos, ni tampoco dispone el PPA RenovAr un plazo dentro del cual dicha autoridad deba expedirse. En última instancia, el vendedor deberá someter a arbitraje esta controversia, sin perjuicio de que, mientras dure el arbitraje, seguirá siendo afectado por el incremento impositivo.

El PPA también falla en cubrir al generador (contrariamente a lo inicialmente contemplado por el pliego de bases y condiciones provisorio)<sup>34</sup> de cualquier cambio normativo que redunde en un incremento en los costos de operación o despacho.

#### **5.1.5. Fuerza Mayor**

El PPA Financiable debiera dispensar al productor de energía del cumplimiento de sus obligaciones ante un evento de fuerza mayor que impidiese su cumplimiento. La distribución de los costos y riesgos asociados a un evento de fuerza mayor debiera, a su vez, estar asociada a la disponibilidad de un seguro e incluso, en algunos casos, al grado de riesgo político en el país/región.

---

<sup>34</sup> Publicado como Anexo a la resolución 71/2016.

El PPA RenovAr contiene una referencia expresa al artículo 1730 del Código Civil y Comercial en cuanto a la definición de fuerza mayor. Es definida como el *"hecho que no ha podido ser previsto o que, habiendo sido previsto, no ha podido ser evitado"* ("Evento de Fuerza Mayor"). Sin embargo, el PPA RenovAr excluye expresamente de la definición de Evento de Fuerza Mayor las siguientes situaciones:<sup>35</sup>

- i. cualquier evento que afecte la disponibilidad o calidad de la fuente renovable de energía a ser utilizada por la central para la generación de energía, incluyendo la instalación de cualquier central de generación u otro tipo de infraestructura en terreno cercano u adyacente;
- ii. cualquier condición climática que afecte la central de generación o el sitio en el cual la planta de generación será construida, excepto por terremotos, huracanes, tornados, incendios forestales o inundaciones;
- iii. la estabilidad, congestión o capacidad demandada por el SADI; y
- iv. en el caso de huelga o evento similar que afecte al vendedor y sus contratistas, pero no a los generadores en Argentina en general o a sus contratistas.

Estas exclusiones, limitan en los hechos el alcance de potenciales eventos de fuerza mayor que podría invocar el generador/vendedor.

El Evento de Fuerza Mayor (con las exclusiones citadas cuyo riesgo es asignado al generador) ha sido instituido como un eximente de responsabilidad de las partes por el incumplimiento de sus obligaciones emergentes del PPA RenovAr, siempre que exista un nexo causal entre el Evento de Fuerza Mayor y el incumplimiento.

De tal modo, si el vendedor se ve afectado por un Evento de Fuerza Mayor, sus obligaciones se suspenderán, no existiendo responsabilidad alguna frente al comprador por el incumplimiento ocurrido como consecuencia de dicho Evento de Fuerza Mayor.

Si el vendedor se encontrare imposibilitado de abastecer al comprador de la Energía Contratada<sup>36</sup> debido a un Evento de Fuerza Mayor, el Periodo de Abastecimiento<sup>37</sup> se extenderá por un plazo equivalente al número de días por el que se extienda el Evento de Fuerza Mayor. El Precio Anual<sup>38</sup> aplicable a la Energía Abastecida durante tal extensión será aquel aplicable al vigésimo año de producción.

---

<sup>35</sup> Cláusula 15 del PPA RenovAr.

<sup>36</sup> El término "Energía Contratada" es definido como *"toda la energía eléctrica generada por la Potencia Contratada durante veinte (20) años de producción consecutivos a partir de la Fecha de Habilitación Comercial"*. "Potencia Contratada", por su parte, es definido como la cantidad de megavatios de la central de generación adjudicados al vendedor en el marco del Programa RenovAr.

<sup>37</sup> Veinte (20) años de producción consecutivos (esto es, 240 meses o 7.300 días) desde la Fecha de Habilitación Comercial (cláusula 6.1 del PPA RenovAr).

<sup>38</sup> El "Precio Anual" es el precio ofrecido para cada año de producción.

Si el Evento de Fuerza Mayor durase más de 180 días, el comprador podrá rescindir el PPA RenovAr.

### 5.1.6. Solución de controversias

Un PPA Financiable debiera establecer el arbitraje como método de solución de controversias, por ser éste un mecanismo de resolución de disputas independiente a las partes y del poder judicial de sus respectivas jurisdicciones. Idealmente la sede del arbitraje debería ser neutral, y sometiéndose el mismo a normas comúnmente aceptadas por la comunidad internacional (por ejemplo UNCITRAL, LCIA o ICC).<sup>39</sup>

Cualquier controversia relacionada al PPA RenovAr será sometida a arbitraje *de iure* conforme las Reglas de Arbitraje UNCITRAL. La sede del arbitraje será determinada por el Tribunal Arbitral considerando la nacionalidad del vendedor (es decir, la nacionalidad del *sponsor* o quien actúe como Socio Estratégico Financiero, en caso de diferir)<sup>40</sup> y del comprador (Argentina, en el caso de CAMMESA).

Asimismo, conforme lo establecido en el Contrato FODER, las controversias entre el Beneficiario y el Fiduciario o el Beneficiario y el Fiduciante, deberán ser sometidas a arbitraje bajo las normas de UNCITRAL, en caso que las mismas no puedan ser resueltas amistosamente por las partes, por medio de negociaciones.

Sin perjuicio de considerar que la intención del gobierno argentino al establecer el arbitraje como mecanismo de solución de controversias constituye un paso en la dirección correcta, las falencias exhibidas por la cláusula arbitral acarrear potenciales problemas que podrían llegar a neutralizar las ventajas de dicho mecanismo.

Las cláusulas arbitrales<sup>41</sup> presentan principalmente cuatro problemas:

- i. Elección de los árbitros. Las cláusula 26.2 (d) y (e) del PPA RenovAr y 16.3 (d) y (e) del Contrato FODER, fallan en no especificar la autoridad que elegirá al árbitro único o al tercer árbitro (en el caso en el que las partes que designaron a los dos árbitros no hayan llegado a un acuerdo para elegir al tercer árbitro), y refiere a la Regla 6 de UNCITRAL a fin de resolver el problema.

---

<sup>39</sup> *United Nations Commission on International Trade Law* (Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional), *London Court of International Arbitration* (Corte de Arbitraje Internacional de Londres), e *International Chamber of Commerce* (Cámara de Comercio Internacional), respectivamente.

<sup>40</sup> El "Socio Estratégico Financiero" es el accionista (o controlante del accionista) de la sociedad vehículo a cargo del proyecto que ha acreditado un patrimonio neto mínimo de US\$ 250.000 por cada MW de Potencia Contratada, mediante la presentación de sus últimos estados contables del ejercicio cerrado con anterioridad a la fecha de la licitación. El Socio Estratégico Financiero debe mantener el control – ya sea directo o indirecto – del 25% del vehículo, hasta la Fecha de Habilitación Comercial.

<sup>41</sup> Cláusula 26 del PPA RenovAr y cláusula 16 del Contrato FODER.

La Regla 6 de UNCITRAL dispone que, excepto que las partes hubieren acordado la autoridad encargada de la designación, cualquiera de las partes podrá, en cualquier momento, proponer el nombre de una o más instituciones o personas, incluyendo el Secretario General de la Corte Permanente de Arbitraje de La Haya ("CPA"), para que actúe como autoridad de designación. Y si las partes no llegaren a un acuerdo respecto de la autoridad de designación dentro de un determinado plazo, cualquiera de las partes podrá solicitar al Secretario General de la CPA que el mismo establezca cuál será la autoridad de designación. Este mecanismo, como puede observarse, se derivará previsiblemente en un significativo retraso en la constitución del Tribunal Arbitral.

ii. Sede del Arbitraje. La cláusula 26.2 (f) del PPA RenovAr y 16.3 (f) del Contrato FODER fallan en determinar una sede específica para el arbitraje, estableciendo en cambio que la sede deberá ser establecida por el Tribunal Arbitral, teniendo en cuenta la nacionalidad de las partes.

La ausencia de una sede predeterminada acarrea serios problemas, en tanto el vendedor no podrá acceder a ninguna jurisdicción judicial para solicitar asistencia (por ejemplo: para pedir medidas preliminares) con anterioridad a la constitución del Tribunal Arbitral. Además, la regla establecida para elegir la sede (es decir, la determinación de la misma por parte del Tribunal Arbitral teniendo en cuenta la nacionalidad de las partes, o de sus controlantes), puede derivar en retrasos significativos al iniciarse el arbitraje, como resultado de las diferencias en las calificaciones del término "nacionalidad" en relación con la entidad controlante (pudiendo surgir, por ejemplo, de la diferencia entre relaciones de control directo o indirecto, del lugar de constitución o de control efectivo, etc.). En efecto, éstas son conocidas cuestiones que generan debate en arbitraje internacional, y por ello, fuente de previsibles demoras.

iii. Punto de Conexión Internacional. Dado que el PPA RenovAr es suscrito entre CAMMESA y la sociedad de propósito específico que es una sociedad constituida en la Argentina, resulta discutible si los casos que involucran proyectos en que el Socio Estratégico Financiero sea una sociedad extranjera, poseen un punto de conexión internacional suficiente para fijar la sede arbitral fuera del país en los términos de los artículos 1° del Código Procesal Civil y Comercial de la Nación y 2605 del Código Civil y Comercial de la Nación.

Si bien ninguna de las disposiciones legales citadas define cuando una disputa califica como "internacional", una interpretación por la negativa restringiría la posibilidad de fijar arbitraje fuera del país, en los términos que establece el PPA RenovAr. Aún peor, esta cuestión podría dar lugar a objeciones en caso de intentarse ejecutar contra CAMMESA en la Argentina un laudo arbitral adverso a ésta, en base a argumentar que el laudo arbitral

---

sería violatorio del orden público nacional, por considerarse que en ausencia de elementos internacionales la jurisdicción nacional es improrrogable a favor de jueces o árbitros extranjeros.

iv. Materia Arbitrable. La cláusula 26.3 del PPA RenovAr excluye del arbitraje a todos aquellos conflictos que se susciten por la aplicación de Los Procedimientos para la Programación de la Operación, el Despacho de Cargas y el Cálculo de Precios del Mercado Eléctrico Mayorista ("Los Procedimientos"). La cláusula 12.5 del mismo contrato, por su parte, resultaba vaga respecto de si la obligación de pago de CAMMESA debía o no resolverse por Los Procedimientos.<sup>42</sup>

Analizadas ambas cláusulas en conjunto desde una posición formalista, podía arribarse a la conclusión de que la obligación de pago de CAMMESA debía resolverse por Los Procedimientos, no pudiendo, en consecuencia, ser sometida a arbitraje. Ello resultaba grave, pues hubiese significado la imposibilidad de someter al comprador a arbitraje por incumplimiento de su obligación principal – *i.e.* el pago por la energía abastecida por el generador.

En respuesta a comentarios recibidos al respecto de varios interesados, la Subsecretaría de Energías Renovables emitió la Nota N° 00902400/2017, a los efectos de dejar en claro que los conflictos que el vendedor pudiera tener en relación al PPA RenovAr serían resueltos exclusivamente mediante el arbitraje.

La nota aclara, en cuanto a la cláusula 12.5, que Los Procedimientos solamente aplicarán con relación al plazo de pago y a los intereses moratorios, conforme lo previsto en la cláusula 24.1 del PPA.<sup>43</sup> Ello significa que todos los demás aspectos relativos al pago de la energía abastecida, incluida su exigibilidad, constituye materia arbitrable.

---

<sup>42</sup> Cláusula 12.5 del PPA RenovAr: *"En el último día del Plazo de Pago (la "Fecha de Vencimiento de la Liquidación de Ventas"), el Comprador depositará en la Cuenta del Vendedor la cantidad de Pesos necesaria para (a) adquirir los Montos en Dólares aplicando el Tipo de Cambio correspondiente al Día Hábil anterior a la Fecha de Vencimiento de la Liquidación de Ventas y (b) pagar por los Costos Fijos MEM. El monto a ser depositado en la Cuenta del Vendedor será (i) incrementado por los montos establecidos en las notas de crédito y (ii) reducido por los montos establecidos en las notas de débito, en cada caso, emitidas por el Comprador de acuerdo con la cláusula 12.3 (DTE Definitivo. Notas por Observaciones al DTE Provisorio) y la cláusula 12.4 (Notas por Variaciones en el Tipo de Cambio). En caso de que el Comprador incumpla en su obligación de cancelar cualquier Pago por Energía en los términos establecidos en la cláusula 12 (Transacciones Económicas), se procederá conforme lo previsto en Los Procedimientos complementado por el Artículo 6.1 del Acuerdo de Adhesión al FODER."*

<sup>43</sup> Dicha cláusula remite, a los efectos del cálculo de intereses moratorios por montos debidos por cualquiera de las partes del PPA RenovAr a la otra en virtud del contrato, al capítulo 5 de Los Procedimientos.

Con relación a la cláusula 26.3 sobre materia arbitrable, la citada Nota aclara que las únicas controversias que se resolverán conforme a Los Procedimientos serán aquellas que el vendedor tenga en su calidad de Agente MEM en su relación con el sistema eléctrico, dejando precisado que todas las disputas que se presenten entre el vendedor y CAMMESA con fundamento en el PPA serán resueltas por Arbitraje.

En una tercera aclaración, la nota establece, con respecto a la cláusula 12.2 – que dispone cómo deberán observarse los Documentos de Transacciones Económicas (DTE), que son el mecanismo de facturación de CAMMESA, establecido para el PPA RenovAr– que si CAMMESA no acepta una observación presentada por el generador, la controversia que subsista será resuelta conforme las cláusulas 26.1 y 26.2, es decir, arbitraje.

De esta manera, por vía interpretativa se brindan soluciones favorables al arbitraje en relación al alcance de la materia arbitrable, no obstante que hubiera sido preferible que la cláusula arbitral del PPA RenovAr hubiera sido por sí misma suficientemente clara sin requerir de ulteriores aclaraciones.

### **a. Rescisión y Pagos por Rescisión**

El PPA Financiable debiera establecer con claridad las causales en base a las cuales cualquiera de las partes pueda rescindirlo. En particular, en tanto la rescisión por parte del comprador (CAMMESA) excluiría al proyecto del mercado definitivamente, la misma debiera circunscribirse a una lista limitada de eventos.

Asimismo, debiera establecerse que, en caso de terminar el contrato, frente a la transferencia del proyecto al comprador, éste debería abonar al generador, por lo menos, un monto equivalente a la suma total de la deuda remanente de este último y, en el caso de incumplir dicho pago, otorgar derecho al vendedor sobre una porción neta de los ingresos futuros del comprador. Como veremos, ello no ocurre en el contexto del PPA RenovAr.

Las causales de rescisión que pueden conducir a la finalización del PPA RenovAr se encuentran bien definidas. Dicho contrato prevé un periodo de subsanación en dos etapas (extensible a tres etapas en caso de existir Acreedores Garantizados,<sup>44</sup> por contar estos con derecho a subsanar el incumplimiento del vendedor – *step-in rights* –, conforme lo explicado en el apartado siguiente), y un procedimiento detallado a seguir a fin rescindir el mismo, que en la práctica torna tediosa dicha rescisión.

---

<sup>44</sup> El PPA RenovAr llama “Acreedores Garantizados” a los acreedores o entidades financieras que hubiesen financiado u organizado la financiación de la central de generación (cláusula 19.1 del PPA). Los Acreedores Garantizados deberán designar una entidad legal como representante, la cual deberá constituir domicilio legal en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (cláusula 29.1).

---

Si, en cambio, el generador/vendedor rescinde el PPA RenovAr debido a un incumplimiento por parte del comprador, el vendedor tendrá derecho a vender la central de generación al Estado Nacional al precio establecido en el Contrato FODER, que esencialmente cubre el costo de la inversión, pero no el lucro cesante.

Esto último constituye una debilidad cuando se lo compara con un PPA Financiable, pues no asegura que en caso que el generador deba recurrir a la rescisión del PPA por causas atribuibles a CAMMESA o cambios de condiciones impuestas por el gobierno, aquél puede recuperar vía el precio de venta, la suma necesaria para repagar la financiación obtenida.<sup>45</sup>

#### H. CESIÓN

El PPA Financiable debiera permitir la cesión del acuerdo a, por lo menos, los prestamistas del generador (incluyendo el derecho a cobrar el precio de venta de energía y otras compensaciones adeudadas al vendedor), quienes debieran tener, además, derecho a recibir cualquier notificación de incumplimiento, y a subsanar el mismo. A su vez, en muchas ocasiones, los prestamistas y el comprador suelen acordar *step-in rights* en favor de los primeros.

Estos *step-in rights* – a veces llamados "derechos de intervención" – consisten en derechos contractuales acordados en favor de los prestamistas, a fin de asegurar a estos el derecho a intervenir en una relación contractual relacionada al proyecto (p.ej. un contrato de venta de energía o un contrato EPC) o tomar control del vehículo, o del proyecto mismo, u obtener derechos de control en los mecanismos de toma de decisiones de aquella. Estos derechos suelen encontrarse condicionados a eventos de incumplimiento de la sociedad vehículo respecto a sus obligaciones financieras.

Los llamados *step-in rights* son otorgados en vistas de garantizar a los prestamistas el derecho a remediar un incumplimiento, terminar la construcción del proyecto, y asegurar el flujo de caja previsto para el recupero del préstamo otorgado.

El PPA RenovAr permite la cesión del mismo a los Acreedores Garantizados, sin necesidad de obtener el consentimiento previo de CAMMESA. También prevé *step-in rights* en favor de los Acreedores Garantizados, conforme fue mencionado anteriormente.

Además, se prevén una serie de actos para los cuales el vendedor deberá requerir el consentimiento del representante de los Acreedores Garantizados, *inter alia*:

---

<sup>45</sup> Ver pto. 5.2.2 y 5.2.3 de la presente Sección, relativas a la opción de vender el proyecto a CAMMESA.

- i. el consentimiento del vendedor a la cesión por el comprador (CAMMESA) de sus derechos y obligaciones emergentes del PPA RenovAr en la medida en que tal consentimiento del vendedor sea requerido;
- ii. el consentimiento del vendedor a la rescisión de común acuerdo del PPA RenovAr;
- iii. el consentimiento del vendedor a cualquier modificación o adenda al PPA RenovAr;
- iv. la renuncia del vendedor a cualquiera de sus derechos; y
- v. la entrega de cualquier notificación de causal de rescisión, notificación de rescisión, solicitud de cambio de Socio Estratégico Financiero o solicitud de revisión de las condiciones contractuales del PPA RenovAr.

Si el comprador (CAMMESA) hubiera entregado al vendedor (el generador) una notificación de causal de rescisión y el vendedor no hubiera subsanado el incumplimiento en el plazo dispuesto (60 o 30 días, dependiendo del caso), los Acreedores Garantizados podrán subsanar tal incumplimiento en un plazo de 180 días contados a partir del plazo de subsanación del vendedor.

#### **5.1.7. Garantías de Respaldo del Comprador**

Dependiendo de la magnitud del proyecto, de la solvencia del comprador, y del nivel de desarrollo del sector eléctrico, en determinados países, el generador y los prestamistas procuran obtener la disponibilidad de un instrumento líquido, como puede ser la emisión de deuda soberana para respaldar las obligaciones de pago del comprador.

En este sentido, a fin de cubrir potenciales incumplimientos del comprador, el gobierno argentino ofrece a los vendedores celebrar el Contrato FODER, que crea un fondo fiduciario compuesto por (i) cargos pagaderos por los Grandes Consumidores, (ii) aportes del Estado Nacional, (iii) Letras del Tesoro, y (iv) una garantía emitida por el Banco Mundial, sujeta a un límite de la cobertura tanto en cuanto a su monto como respecto a su alcance (*ver* Sección 4.2). Volveremos sobre estos temas más adelante.

#### **5.1.8. Riesgo de Transmisión o Interconexión**

El PPA Financiable debiera indicar cuál de las partes asume el riesgo de interconectar la instalación con la red, y transportar energía a la subestación más

---

cercana. Cuanto más importante sea el riesgo (debido al terreno, distancia, áreas pobladas, etc.), mayor será la insistencia de los prestamistas en que sea el comprador quien asuma toda o una porción significativa de dicho riesgo. Ello se debe a que, en aquellos casos en que el vendedor/generador asume el riesgo de congestión, en caso de producirse dicho evento, se reduciría proporcionalmente la cantidad de energía entregada y el flujo de caja, pudiendo eventualmente afectar el repago de la deuda.

En el PPA RenovAr, el riesgo de transporte hasta el PDI se encuentra a cargo del vendedor. Sin embargo, como explicamos, la energía que no sea despachada debido a una congestión en el PDI se considerará entregada a la hora de determinar el cumplimiento con la obligación de entrega, y evitar la aplicación de penalidades contractuales por diferencias en la entrega de energía.

De acuerdo con lo anticipado en la Sección 5.1(a)(ii), y conforme será expuesto en detalle en la Sección 6.1, el pliego de la Ronda 2 contiene ciertas estipulaciones nuevas tendientes a reducir el riesgo de transmisión para aquellos proyectos cuya interconexión dependa de la ampliación del sistema de transporte.

## **5.2. El Contrato FODER y las garantías en relación con el PPA RenovAr**

Como adelantamos en el apartado 5.1(i), a fin de cubrir potenciales incumplimientos del comprador, el gobierno argentino ofrece a los vendedores celebrar el Contrato FODER, que crea un fondo fiduciario compuesto por (i) cargos pagaderos por los Grandes Consumidores, (ii) aportes del Estado Nacional, (iii) Letras del Tesoro, y (iv) una garantía emitida por el Banco Mundial, sujeta a un límite de la cobertura tanto en cuanto a su monto como respecto a su alcance.

A fin de contar con dichas garantías, los ingresos del FODER incluirán, *inter alia*:

- i. los recursos del Tesoro Nacional, asignados por el Estado Nacional a través del MINEM (ARS 12.000.000.000 – aproximadamente USD 800.000.000 – han sido asignados al FODER para el 2016); y
- ii. cargos específicos establecidos sobre ciertos sectores de la demanda de energía,<sup>46</sup> los cuales serán exclusivamente aplicados para financiar la denominada Cuenta de Garantía para asegurar las obligaciones de pago de CAMMESA en el marco del PPA RenovAr. Los cargos deberán constituir una cantidad tal que permita a la Cuenta de Garantía tener acreditado, en

---

<sup>46</sup> Los grandes usuarios que adquieren energía de fuentes renovables a través de contratos de abastecimiento privados no estarán sujetas a este cargo. Otras fuentes incluye: (i) el recupero de capital e intereses por préstamos garantizados; (ii) dividendos o ganancias recibidos por el propietario de las acciones en proyectos elegibles y ganancias por venta; (iii) las ganancias provenientes de las operaciones del Fideicomiso, ingresos e inversiones en los bienes fideicomitidos.

cualquier momento, un monto suficiente para garantizar las obligaciones de pago de CAMMESA para, por lo menos, 12 meses.<sup>47</sup>

La Cuenta de Garantía, la más relevante a los efectos de los PPA RenovAr, fue creada exclusivamente para garantizar el pago de los contratos que suscriba CAMMESA con agentes generadores o comercializadores – entre ellos, los adjudicatarios del Programa RenovAr.

### **5.2.1. Garantía de las obligaciones de pago de CAMMESA emergentes del PPA RenovAr**

Como explicamos, uno de los fines del FODER consiste en asegurar que CAMMESA cumpla con sus obligaciones de pago establecidas en el PPA. Sin embargo, conforme se explica *infra*, esta garantía se encuentra limitada a los fondos disponibles en la Cuenta de Garantía.

A este respecto, si CAMMESA no realizara el pago en tiempo debido por la energía entregada bajo el PPA RenovAr, el Beneficiario (el generador) podrá requerir el pago al Fiduciario.<sup>48</sup> En tal caso, el Fiduciario debe primero confirmar con CAMMESA que esta última carece de fondos suficientes para realizar el pago y, en caso que así fuera, proceder a realizar el pago.<sup>49</sup>

Si los fondos de la Cuenta de Garantía fueran insuficientes, el Fiduciario deberá requerir al MINEM que adopte las medidas necesarias para reponer los fondos en la cuenta.<sup>50</sup> Además, en caso de insuficiencia de fondos, el Fiduciario debe priorizar las obligaciones de pago más antiguas que tenga CAMMESA y, en caso que hubiera obligaciones con misma la fecha de vencimiento, el Fiduciario debe priorizar el pago a los Beneficiarios (generadores) en el orden en que han sido clasificados al momento de su adjudicación, según su componente nacional declarado.<sup>51</sup>

Sin perjuicio de lo dicho hasta aquí, si el Beneficiario no recibiere un pago íntegro y en legal tiempo por parte de CAMMESA, tendrá derecho a entregar una notificación de incumplimiento de pago y accionar los distintos remedios disponibles en el PPA RenovAr (rescisión) o en el Contrato FODER (derecho a

---

<sup>47</sup> Nótese que en el marco de la Ronda 2 del Programa RenovAr, y tan sólo para los PPAs RenovAr que se celebren en adelante, mediante la resolución N° 275/2017, el MINEM (en ejercicio de las facultades que le fueron conferidas por el artículo 7°, inciso 4, apartado b), numeral (vii) del Anexo II del decreto N° 531/2016) ha reducido la obligación de fondeo de la Cuenta de Garantía a un monto suficiente para garantizar las obligaciones de pago mensuales de CAMMESA por 180 días – es decir, a la mitad. Dicha reducción responde al historial de pagos de CAMMESA, que en los últimos 17 años no ha exhibido ningún retraso de pagos mayor a 72 días, y que desde mayo de 2017 no existe retraso en los pagos.

<sup>48</sup> Cláusula 6.1 del Acuerdo FODER

<sup>49</sup> Cláusula 6.1 (b) y (c) del Acuerdo FODER.

<sup>50</sup> Cláusula 6.2 del Acuerdo FODER, El acuerdo menciona la redeterminación del valor de los cargos específicos, la contribución de fondos, reasignaciones presupuestarias, la solicitud de incorporación de posiciones presupuestarias o el incremento de las posiciones existentes.

<sup>51</sup> Cláusula 6.4 del Acuerdo FODER.

vender el proyecto), en ambos casos sujeto a arbitraje en caso que la notificación fuere cuestionada por CAMMESA.

### **5.2.2. Venta del Proyecto al Estado Nacional (fondos disponibles y Letras del Tesoro)**

En caso de concurrir determinadas circunstancias, condiciones y procedimientos, el Beneficiario (el generador) tendrá el derecho a vender el proyecto al Estado Nacional o, dependiendo del caso, el Estado Nacional tiene el derecho a adquirir el proyecto del Beneficiario.

El pago del Precio de Venta del Proyecto o el Precio de Compra del Proyecto (definido *infra*) debe ser hecho por el FODER y, en caso que el Beneficiario lo hubiere requerido y adherido a esta garantía, se encontrará indirectamente garantizado por el Banco Mundial.

#### **A. DERECHO DEL BENEFICIARIO A VENDER EL PROYECTO**

El Beneficiario tendrá el derecho a vender el proyecto al Estado Nacional en los siguientes casos:

- i. falta de pago de cuatro (4) cuotas consecutivas o seis (6) cuotas no consecutivas en un periodo de 12 meses;<sup>52</sup>
- ii. la ocurrencia de un Evento de Inconvertibilidad luego del inicio del COD;
- iii. terminación anticipada del Fideicomiso por causas atribuibles al Estado Nacional, o modificación del PPA RenovAr, si la garantía provista por el Contrato FODER fuera eliminada sin el consentimiento previo del Beneficiario y ninguna garantía alternativa fuere ofrecida en su lugar;
- iv. el incumplimiento por parte de CAMMESA de cualquier laudo arbitral o decisión emitida en el contexto de una controversia surgida bajo el procedimiento establecido en el PPA RenovAr.

Cada uno de los casos enumerados de (i) a (iv) se denominan "Supuestos de Venta".<sup>53</sup>

En caso que ocurra alguno de los Supuestos de Venta, el Beneficiario deberá elegir entre (i) rescindir el PPA, o (ii) ejercer el derecho de venta del proyecto. Estas alternativas son excluyentes, de manera tal que el ejercicio de una de ellas será considerado como renuncia al derecho de ejercer la otra.

---

<sup>52</sup> Cláusula 7.1 del Acuerdo FODER.

<sup>53</sup> Los borradores de los documentos publicados por el gobierno argentino durante el período de consulta también incluían como eventos: (i) la expropiación, nacionalización, confiscación o medidas similares de una parte sustancial de los activos del Beneficiario, la adquisición del proyecto por cualquier autoridad gubernamental o cualquier acción u omisión por parte de la autoridad gubernamental que impidiese al Beneficiario cumplir con sus obligaciones emergentes del PPA; (ii) un cambio en la normativa vigente que incrementare en un 30% o 50% el valor del proyecto, o afectare de forma negativa la prioridad de despacho.

El PPA RenovAr exige que el vendedor renuncie a cualquier derecho a reclamar lucro cesante en caso que CAMMESA incumpla con sus obligaciones emergentes de dicho contrato de abastecimiento. Por ello, y como el incumplimiento, por ejemplo del pago del precio de la energía entregada, durante ciertos plazos, constituye una de las causales de rescisión del PPA –la única manera en virtud de la cual el generador puede recuperar una porción significativa de su inversión, sumado a las ventas impagas, es, como se explica seguidamente, mediante el ejercicio de la opción de venta.<sup>54</sup>

## B. PRECIO DE VENTA

El precio al cual el Beneficiario tendrá derecho a vender el proyecto al Estado Nacional será el resultado (en USD) de la siguiente suma: (i) el valor de libros del proyecto<sup>55</sup> (reducido en un 5% por año de producción entre el inicio de la actividad comercial del proyecto y el día de incumplimiento definido de acuerdo al Contrato FODER, en base a una amortización del mismo a veinte años), más (ii) cualquier suma adeudada por CAMMESA por energía entregada conforme al PPA (el "Precio de Venta del Proyecto").

## C. PROCEDIMIENTO DE VENTA

En cuanto al procedimiento que culmina en la venta del proyecto, el mismo es complejo con múltiples formalidades y etapas (y posibles sub-etapas).<sup>56</sup> A modo ilustrativo, debemos señalar que el mismo puede involucrar hasta ocho pasos, incluyendo notificaciones y cuestionamientos que pueden ocasionar hasta tres arbitrajes en las diferentes etapas.

La obligación del Fiduciario de pagar al Beneficiario el Precio de Venta del Proyecto se encuentra garantizada por el Estado Nacional, que se obligó a afectar los fondos necesarios a tal efecto.

En tal sentido, el Tesoro Nacional deberá emitir Letras del Tesoro en favor del Fiduciario, por un monto a ser determinado teniendo en cuenta el valor de

---

<sup>54</sup> Cláusula 7.6 del Acuerdo FODER.

<sup>55</sup> El monto de la inversión es definido como la cantidad de USD equivalentes al menor de (i) el valor de las inversiones efectivamente realizadas por el Beneficiario en el proyecto y (ii) la cantidad resultante de multiplicar el valor de la inversión de referencia de la tecnología (una cifra en USD por MW instalado) por la potencia comprometida bajo el PPA. Los valores de referencia establecidos para los proyectos adjudicados en el marco de las Rondas 1 y 1.5 son los siguientes: (i) Eólica: USD 1.600.000; (ii) Solar Fotovoltaica 1.300.000; (iii) Biomasa (combustión y gasificación) 2.500.000; (iv) Biogás 5.000.000; y (v) PAH 3.000.000. La resolución MINEM N° 275/2017 ha reducido los valores de referencia para los proyectos eólicos y solares que resulten adjudicados en la Ronda 2, estableciendo los siguientes valores: (i) Eólica: USD 1.400.000/MW; (ii) Solar Fotovoltaica: 850.000/MW.

<sup>56</sup> Cláusula 7.4 del Acuerdo FODER.

referencia establecido para cada tecnología<sup>57</sup> y la capacidad comprometida en cada uno de los proyectos adjudicados (las "Letras del Tesoro en Garantía").

Las Letras del Tesoro en Garantía sólo garantizan la obligación del Fiduciario de pagar el Precio de Venta del Proyecto y no el Precio de Compra cuando el Estado Nacional ejerce su derecho de comprar el proyecto, como será explicado *infra*.<sup>58</sup>

Mediante la resolución N° 147/2017, el Ministerio de Hacienda ordenó la emisión de las Letras del Tesoro en favor del Fiduciario FODER por un monto total de USD 4.498.549.000, a fin de garantizar todos los proyectos adjudicados durante las Rondas 1 y 1.5.<sup>59</sup>

#### D. PROCESO PARA EL PAGO DEL PRECIO DE VENTA DEL PROYECTO POR EL FIDUCIARIO

El Precio de Venta del Proyecto deberá ser abonado por el Fiduciario en los plazos establecidos en el Contrato FODER, con fondos provenientes de la cuenta especial abierta al efecto respecto de cada proyecto y, en caso que no hubiera suficientes fondos disponibles en la cuenta especial, el Fiduciario deberá requerir al MINEM que le transfiera los fondos necesarios. Si el MINEM incumple en transferir dichos fondos, las Letras del Tesoro en Garantía serán consideradas debidas y pagaderas para cubrir el pago del Precio de Venta del Proyecto al Beneficiario.

Si el Ministerio de Hacienda incumple en el pago de las Letras del Tesoro en Garantía, el Beneficiario tendrá el derecho de subrogarse en los derechos del Fiduciario y requerir que el MINEM realice las contribuciones necesarias a la cuenta especial o, según corresponda, que el Ministerio de Hacienda pague las Letras del Tesoro en Garantía.

### 5.2.3. Venta del Proyecto al Estado Nacional (Garantía Banco Mundial)

---

<sup>57</sup> Ver nota al pie nro. 50 *supra*.

<sup>58</sup> Cláusula 10.2 (j) del Acuerdo FODER.

<sup>59</sup> Para la estimación del valor de cada proyecto, el Ministerio de Hacienda ha considerado el valor de referencia por tecnología. (Ver nota al pie N° 50 *supra*). Sin embargo, resulta razonable presumir que dicho monto se ajustará a medida que se presenten Informes Técnico-Contables que determinen valores de libro (*Ibid*) inferiores a los valores de referencia, una vez alcanzada la Habilitación Comercial. (Ver cláusula 5.2. del PPA RenovAr). De acuerdo con el cronograma de vencimientos publicado como Anexo II de la resolución N° 147/2017, las Letras del Tesoro en Garantía serán canceladas de a un 5% por cada año calendario, a prorrata de cada proyecto. La primera fecha de cancelación será el 31 de diciembre de 2019, y la última de ellas el 31 de diciembre de 2038, cubriendo así el plazo entero del PPA RenovAr (*i.e.* 20 años). Sin embargo, conforme lo aclara el decreto N° 471/2017, la cancelación del 5% de las Letras del Tesoro en Garantía para un proyecto en particular será suspendida si el vendedor enviara una Notificación de Causal de Venta a CAMMESA, a fin de asegurar el pago del precio de venta vigente al momento de denunciado el evento. Las Letras del Tesoro en Garantía cuya suspensión sea suspendida continuarán vigentes hasta tanto la disputa resultante sea decidida en contra del vendedor, o las partes lleguen a un acuerdo que no implique la venta del proyecto. En cualquiera de ambos casos, las Letras del Tesoro en Garantía en cuestión serán inmediatamente canceladas.

Los términos y condiciones principales de esta garantía fueron establecidos en la Carta de Apoyo y en los Términos y Condiciones de la Garantía Banco Mundial, del 8 de Agosto de 2016, la publicados por CAMMESA el 9 de Agosto de 2016 (la "Carta de Apoyo del BM").

La Garantía Banco Mundial es una garantía indirecta y limitada que sólo cubre el pago del Precio de Venta del Proyecto<sup>60</sup> y que sólo puede ser ejercida en caso de agotamiento de una larga serie de pasos<sup>61</sup>. Es por ello que sólo aplica en caso que el Estado Nacional (a través del MINEM o el Ministerio de Hacienda, según corresponda), incumpla, como acabamos de describir, con su obligación de contribuir con los fondos destinados al pago del Precio de Venta del Proyecto o en pagar las Letras del Tesoro, según corresponda.<sup>62</sup>

La Garantía Banco Mundial es optativa, y para beneficiarse con ella el generador debe pagar una serie de costos iniciales y de mantenimiento,<sup>63</sup> siendo de aplicación determinados descuentos de acuerdo al componente nacional del proyecto.<sup>64</sup> Estos costos deberán ser pagados al Banco Mundial por el FODER, el cual a su vez recolectará dichas sumas de los Beneficiarios.<sup>65</sup>

En cualquier caso, la garantía del Banco Mundial adjudicada durante las Rondas 1 y 1.5 se encuentra limitada a la suma de USD 250.000.000 ("Cantidad Máxima Garantizada del BM").<sup>66</sup> De modo que el Banco Mundial no tendrá responsabilidad alguna de respaldar un pago elegible bajo la garantía si el resultado de la suma de todos los pagos realizados por el Banco Mundial bajo la garantía excede la Cantidad Máxima Garantizada del BM.<sup>67</sup> En el marco de la Ronda 2, si bien la Garantía se ha limitado a la misma suma (*i.e.* USD 250.000.000), la misma se haya preasignada por categorías, a saber:

---

<sup>60</sup> Ver definición de Pago Elegible en la página 4 de la Carta de Apoyo y Términos y Condiciones de la del BM.

<sup>61</sup> Ver sección "Reclamos bajo la Garantía IBDR" en la página 4 de la Carta de Apoyo y Términos y Condiciones de la Garantía del BM.

<sup>62</sup> El pasado 9 de Agosto de 2017, el MINEM y el Ministerio de Hacienda suscribieron un acuerdo de indemnidad con el Banco Mundial, con el objeto de asegurar a este último: (i) el reembolso por el total o parcial al Banco Mundial de cualquier suma abonada por este a cualquiera de los proyectos adjudicados como consecuencia del ejercicio de la Garantía Banco Mundial; y (ii) el derecho del Banco Mundial a ser mantenido indemne respecto de cualquier acción, procedimiento, deuda, reclamo, pérdida, daño y cualquier otro gasto sufrido o incurrido por éste, ya sea directa o indirectamente relacionado con el contrato en que fue acordada la Garantía Banco Mundial.

<sup>63</sup> Estos costos incluyen: (i) una comisión de garantía pagadera trimestralmente; (ii) una comisión incremental por inmovilización de fondos pagadera trimestralmente; y (iii) un pago inicial único.

<sup>64</sup> Ver sección "IBDR Cuotas de Garantía" en la página 7 de la Carta de Apoyo y Términos y Condiciones de la Garantía del BM.

<sup>65</sup> Cláusula 9.3 del Acuerdo FODER.

<sup>66</sup> Dependiendo del monto garantizable que haya sido requerido por los adjudicatarios, el total de la garantía puede incrementar a USD 500.000.000 en 2017. Ver página 3 de la Carta de Apoyo y Términos y Condiciones de la Garantía del BM.

<sup>67</sup> Ver página 3 de la Carta de Apoyo y Términos y Condiciones de la Garantía del BM.

- Eólica y Solar: USD 210.000.000;
- Biomasa: USD 20.000.000;
- Biogás: USD 7.000.000;
- Biogás de relleno sanitario: USD 3.000.000; y
- PAH: USD 10.000.000.

#### **5.2.4. Derecho del Estado Nacional de comprar el proyecto**

El Estado Nacional tendrá derecho a comprar el proyecto del Beneficiario en las circunstancias detalladas en la cláusula 20.2 del PPA que consisten fundamentalmente en incumplimientos del generador/vendedor. En términos generales, el ejercicio de este derecho por parte del Estado Nacional se encuentra sujeto a principios y procedimientos similares a aquellos aplicables al derecho del Beneficiario a vender el proyecto.

El Estado Nacional tendrá derecho a adquirir el proyecto del Beneficiario a un monto en USD equivalente a la suma de (i) un 75% del valor de libros del proyecto<sup>68</sup> reducido en un 5% por año de producción entre el inicio de la actividad comercial del proyecto y el día de incumplimiento definido de acuerdo al Contrato FODER, en base a una amortización del mismo a veinte años), más (ii) cualquier suma adeudada por CAMMESA por la energía entregada bajo el PPA (el "Precio de Adquisición del Proyecto").

El pago por parte del Fiduciario del Precio de Adquisición del Proyecto no se encuentra garantizado ni por las Letras del Tesoro en Garantía ni por la Garantía del Banco Mundial.<sup>69</sup>

## **6. RenovAr Ronda 2**

El pliego para la Ronda 2 del Programa RenovAr fue emitido durante la redacción del presente artículo, junto con su documentación complementaria. Consideramos oportuno destacar algunos puntos que, a nuestro entender, resultan avances positivos respecto a las anteriores rondas.

### **6.1. Congestión del Sistema de Transmisión**

El nuevo pliego agrega a los datos de PDI y de potencia máxima de PDI existentes, la información sobre PDIs y potencia máxima de PDI del Sistema de Transporte Ampliado ("STA"), sobre la base del plan de expansión del sistema de transporte eléctrico que se estará implementando. El pliego asume que las nuevas

---

<sup>68</sup> Dado que el derecho del Estado Nacional de comprar el proyecto nace como consecuencia de un incumplimiento del vendedor, la aplicación del descuento del 25% del valor del proyecto al establecerse el precio de compra opera como una penalidad para el generador incumplidor.

<sup>69</sup> Cláusulas 9.1 y 10.2 del Acuerdo FODER.

instalaciones del STA estarán habilitadas comercialmente en un plazo de 30 meses contado desde la fecha de adjudicación de ofertas de la Ronda 2 (29 de noviembre de 2017).

Para el caso que la habilitación del STA se demore, se prevé que a las ofertas que se vean limitadas en su despacho por restricciones de transporte del corredor pertinente de transmisión por incumplimiento de la habilitación comercial del STA, se les asegurará la remuneración de la Energía Abastecida mediante una cláusula de *take-and-pay* ("T&P") a ser incluida en el nuevo PPA.

En tal sentido, el PPA prevé que, en el caso de proyectos eólicos y solares adjudicados en esta nueva ronda licitatoria, que requieran del uso de capacidad de transporte del STA, ya sea a nivel de PDI como de limitaciones de transporte, se incorporará al PPA una cláusula estableciendo que si a partir de los 30 meses contados desde la mencionada fecha de adjudicación de las ofertas, el corredor en cuestión del STA no se encontrare concluido y habilitado comercialmente por razones distintas a un evento de caso fortuito o fuerza mayor, y el proyecto de generación ya contare con la habilitación comercial, CAMMESA pagará al vendedor, hasta la fecha de habilitación comercial del STA, la energía abastecida más la energía complementaria que pudiere corresponder hasta cubrir la energía comprometida mínima (P99). Este pago se efectuará, a un valor igual al precio adjudicado y únicamente en aquellas horas en que se haya verificado una limitación en su despacho asociada al STA inconcluso.

## 6.2. Arbitraje

Tanto el nuevo PPA como el nuevo Contrato FODER establecen pautas para fijar la nacionalidad de las partes de una disputa a los fines de la fijación de la sede del arbitraje. Así, se establece que el vendedor tendrá la nacionalidad de la persona, entidad o beneficiario final (según se define en la resolución IGJ N° 7/2015) que posea el control del vendedor a la fecha de la notificación de la controversia. Si ninguna persona o entidad o beneficiario final posee dicho control a tal fecha, será la nacionalidad de la persona o entidad o beneficiario final que posea la mayor participación accionaria en el vendedor a tal fecha.

Asimismo, se incorporaron al texto del PPA las aclaraciones emitidas mediante la Nota N° 00902400/2017 en cuanto a los tipos de disputas susceptibles de ser sometidos a arbitraje.<sup>70</sup>

Estos cambios constituyen una mejora respecto de la cláusula arbitral aplicable a las dos primeras rondas licitatorias. Sin embargo no solucionan las demoras derivadas del sistema para integrar el tribunal arbitral, ni las dudas que existen sobre la admisibilidad de prorrogar la jurisdicción a favor de un arbitraje con sede fuera de la Argentina.

## 6.3. Garantías

---

<sup>70</sup> Ver pto. 5.2(f)(iv) *supra*.

Con relación a la garantía a ser otorgada por el FODER respecto de las obligaciones de pago de CAMMESA, en cada momento, los fondos a ser depositados en la cuenta de garantía deberán ser suficientes para cubrir las obligaciones de pago de CAMMESA por un periodo de 180 días. Nótese que en el caso de las Rondas 1 y 1.5, la garantía cubría un período de 12 meses.

Por otra parte, sin embargo, se incluye expresamente la posibilidad de que el vendedor designe una cuenta bancaria en el exterior para el cobro del Pago del Precio de Venta del Proyecto. A su vez la cláusula 8.1(g) aclara que, en su caso, el Banco Mundial podrá depositar en dicha cuenta el monto correspondiente a la ejecución de la garantía.

Se aclara que, en caso de que el vendedor ejerza su derecho de venta contra el Estado Nacional y transfiera el proyecto mediante el procedimiento de transferencia de fondo de comercio, ello incluirá los activos de la central de generación, el PPA y el contrato sobre el inmueble.

Además, se prevé la posibilidad de que el Fiduciario FODER abra una cuenta en el exterior para efectuar los distintos pagos que deba realizar bajo el PPA en caso de exista un evento de inconvertibilidad o un evento de intransferibilidad.

En cuanto a los valores tenidos en cuenta para limitar el Precio de Venta del Proyecto, se modificaron los valores de referencia para inversiones por tecnología. Así se establece, por ejemplo: (i) eólica: USD 1.400.000/MW (antes, USD 1.600.000/MW) y (ii) solar: USD 850.000/MW (antes, USD 1.300.000/MW).

## 7. Conclusiones con vista a rondas futuras

A medida que se avance en el Programa RenovAr, y los precios resultantes sean previsiblemente más competitivos, será indispensable reducir los costos de financiación.

La mejora en las condiciones de *bankability* está asociada a la credibilidad de políticas macroeconómicas, cambiarias, fiscales y regulatorias y a la inclusión de condiciones contractuales consistentes con los requerimientos del *bankability*. Cuanto mayor el riesgo de incertidumbre y volatilidad por historial, situación política y proyecciones, y menos “amigables” con el inversor sean las condiciones contractuales, mayores serán los precios que requiera el mercado para morigerarlo y mayor el costo de la financiación.

Como contrapartida, un círculo virtuoso permitirá un mercado menos exigente al respecto, y con mayor independencia respecto de las iniciativas del Estado Nacional.

Hemos señalado que se han dado pasos importantes en dicha dirección, tales como la redacción de un contrato de abastecimiento de energía (el PPA RenovAr) conceptualmente cercano a las 10 condiciones de OPIC, aunque aún con las deficiencias que describimos a lo largo de este trabajo. A ello se agregan las

mejoras previstas para el PPA para la Ronda 2. En particular, pueden mencionarse los siguientes aciertos:

- La inclusión de una cláusula de pago en USD que en el texto de la Ronda 2 es reforzada por el hecho de trasladar a CAMMESA el riesgo de congestión en el sistema de transmisión.
- Una definición y mecanismo de fuerza mayor lo suficientemente sólidos, a pesar del espacio remanente para mejora, particularmente en lo que se refiere al riesgo de congestión;
- La enumeración taxativa de causales de rescisión del PPA RenovAr;
- La inclusión de *step-in rights* adecuados para los prestamistas en cuanto a la posibilidad de subsanar incumplimientos y, eventualmente, tomar control del PPA RenovAr; y
- La implementación de un sistema de garantías.

Sin embargo, y sin desconocer el mérito de haber vuelto a hacer atractiva la financiación a largo plazo, a través de mecanismos como el *project finance*, el desafío real radica en la necesidad de alcanzar un nivel de normalización macroeconómica y política que permita recurrir a dichos mecanismos de financiamiento de manera sostenida y a costos más competitivos. Entre algunas deficiencias que persisten con potencial impacto con las condiciones de financiación, cabe mencionar:

- El pago del precio de la energía entregada es convertido en moneda nacional a pesar de su denominación en dólares;
- La definición insatisfactoria de Evento de Intransferibilidad y Evento de Inconvertibilidad, no alcanzando a cubrir riesgos de cambio emparentados a la historia macroeconómica reciente de la Argentina;
- El traslado ambiguo e insuficiente de riesgos impositivos y normativos; y
- La adopción de un mecanismo arbitral aún insatisfactorio.

Más allá de las consideraciones particulares, este artículo intenta transmitir el mensaje de que el éxito de un mercado de energías renovables sostenible en el tiempo, dependerá no solo del mantenimiento de condiciones macroeconómicas, regulatorias y cambiarias adecuadas, sino en la existencia de políticas encauzadas a dar respuesta a las prácticas internacionales de otros mercados ya desarrollados en la materia, que incentiven la llegada de inversores que permitan cumplir con el crecimiento de las fuentes de energía de fuentes renovables, incluso más allá de los objetivos fijados por la legislación.

## **BIBLIOGRAFÍA**

Argentina. Poder Legislativo Nacional. Ley N° 17.454. Código procesal civil y comercial de la Nación. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina 07 de noviembre de 1977.

Argentina. Poder Legislativo Nacional. Ley N° 24.441. Ley de Financiamiento de la vivienda y la construcción. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina 16 de enero de 1995.

Argentina. Poder Legislativo Nacional. Ley N° 25.019 de Régimen Nacional de Energía Eólica y Solar. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina. 19 de octubre de 1998.

Argentina. Poder Legislativo Nacional. Ley N° 26.093. Ley de Biocombustibles. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina 16 de mayo de 2006.

Argentina. Poder Legislativo Nacional. Ley N° 26190 de Régimen de Fomento Nacional para el uso de fuentes renovables de energía destinada a la producción de energía eléctrica. Objeto. Alcance. Ambito de aplicación. Autoridad de aplicación. Políticas. Régimen de inversiones. Beneficiarios. Beneficios. Sanciones. Fondo Fiduciario de Energías Renovables. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina. 6 de diciembre de 2006.

Argentina. Poder Legislativo Nacional. Ley N° 26.994. Código Civil y Comercial de la Nación. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina 8 de octubre de 2014.

Argentina. Poder Ejecutivo Nacional. Resolución General N° 7/2015. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina, 31 de julio de 2015.

Argentina. Poder Legislativo Nacional. Ley N° 27.191 de Régimen de Fomento Nacional para el uso de Fuentes Renovables de Energía destinada a la Producción de Energía Eléctrica. Modificación. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina 21 de octubre de 2015.

Argentina. Poder Ejecutivo Nacional. Decreto N° 531/2016 de Régimen de Fomento Nacional para el Uso de Fuentes Renovables de Energía Destinada a la Producción de Energía Eléctrica. Reglamentación. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina, 30 de marzo de 2016.

Argentina. Poder Ejecutivo Nacional. Resolución N° 136/2016. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina, 26 de julio de 2016.

Argentina. Poder Ejecutivo Nacional. Resolución N° 147/2016. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina, 5 de agosto de 2016.

Argentina. Poder Ejecutivo Nacional. Resolución N° 71/2016. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina, 22 de noviembre de 2016.

Argentina. Poder Ejecutivo Nacional. Resolución N° 281/2016. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina, 30 de noviembre de 2016.

Argentina. Poder Ejecutivo Nacional. Ministerio de Energía y Minería. (2016) *Carta de Apoyo del Banco Mundial*. Recuperado de: [https://www.minem.gob.ar/archivos/Reorganizacion/informacion\\_del\\_mercado/mercado\\_electrico/plan\\_renovar/garant%C3%83%C2%ADa\\_banco\\_mundial-terminos\\_y\\_condiciones\\_indicativas.pdf](https://www.minem.gob.ar/archivos/Reorganizacion/informacion_del_mercado/mercado_electrico/plan_renovar/garant%C3%83%C2%ADa_banco_mundial-terminos_y_condiciones_indicativas.pdf) . Última consulta: 2 de abril de 2018.

Argentina. Poder Ejecutivo Nacional. Decreto N° 714/2017 de Consejo nacional de coordinacion de politicas sociales. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina, 13 de junio de 2017.

Argentina. Poder Ejecutivo Nacional. Resolución N° 275/2017 de Consejo nacional de coordinacion de politicas sociales. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Buenos Aires, Argentina, 17 de agosto de 2017.

Argentina. Poder Ejecutivo Nacional Subsecretaría de Energía. (2017). *Nota N° 00902400/2017*.

Barreiro, E., (2009). La complejidad del negocio de energías alternativas en la Argentina. *Revista Petrotecnia* (L) 4:25.

Barreiro, R. A. (2002). *Derecho de la Energía Eléctrica*. Buenos Aires: Editorial Ábaco.

Corporación Financiera Internacional. (2003). *Principios de Ecuador*. Recuperado de: <http://www.equator-principles.com/>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Hoffman, S. L., (1989). A practical guide to transactional project finance: basic concepts, risk identification, and contractual considerations. *The Business Lawyer* 45 (1): 185-186.

Nevitt, P. K. y Fabozzi., F. (1995). Project financing. *Euromoney Publications*, 6:3.

Overseas Private Investment Corporation. (2017). *PPA*. Recuperado de: <https://www.opic.gov/sites/default/files/files/10%20Elements%20of%20a%20Bankable%20PPA.pdf>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Regional Center for Renewable Energy and Energy Efficiency. (2017) *User's Guide for the PPA Model for Electricity Generated from Renewable Energy Facilities*. Recuperado de: [http://www.rcreee.org/sites/default/files/users\\_guide\\_ppa\\_reegf.pdf](http://www.rcreee.org/sites/default/files/users_guide_ppa_reegf.pdf)). Última consulta: 2 de abril de 2018.