

BANCABILIDAD DE PPAS RENOVABLES EN EL MARCO DE UN PROJECT FINANCE

Por: Andrés Nicolás Sabatini

Resumen

El presente trabajo se ocupa de estudiar la estructura contractual de los PPA preferida por las entidades que proveen financiamiento canalizado a través de un *project finance* para el desarrollo de proyectos de generación de energía renovable. La correcta estructura contractual permite una distribución de riesgos para la comercialización de la producción de energía del proyecto aceptable a los prestamistas, lo que hace a la “*bancabilidad*”¹ del proyecto. Por su parte, el contrato (PPA en el caso), emerge como la principal herramienta de distribución de riesgos de comercialización del proyecto y de allí la importancia de su *bancabilidad*

Estos requisitos de bancabilidad hacen no solo referencia a las exigencias mínimas de los prestamistas para brindar el financiamiento, sino también a sus preferencias particulares que, no de satisfacerlas no impedirían el acceso al mismo, pero sí afectarían sus condiciones.

De este modo, tomando en cuenta la perspectiva de riesgo de los prestamistas, y conociendo en forma anticipada sus preferencias, se podrán obtener mejoras en las condiciones del financiamiento como así también evitar dilaciones en el proceso de cierre.

Se abordará la cuestión en forma general y, en particular, considerando las características propias de la ley argentina y el mercado de la energía eléctrica local.

¹ El término bancabilidad es un término financiero ampliamente utilizado en la industria financiera internacional, que proviene de la traducción libre del término inglés “bankable”, en alusión a la capacidad de un activo de resultar atractivo o aceptable para una entidad financiera. El diccionario de Cambridge (<https://dictionary.cambridge.org/>) define bankable como aquello “posible de generar dinero” (likely to make money) y como algo “aceptable para los bancos” (acceptable to a bank)

Abreviaturas utilizadas

- CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Eléctrico Mayorista Eléctrico S.A.
- CCyCN: Código Civil y Comercial de la Nación Argentina
- COD: Commercial Operation Date (Fecha de Habilitación Comercial)
- CPCyCN: Código Procesal Civil y Comercial de la Nación Argentina
- DOP: Deliver or Pay
- ECA: Export Credit Agency
- MATER: Mercado a Término de Energías Renovables
- MEyM: Ministerio de Energía y Minería de la Nación
- MEM: Mercado Eléctrico Mayorista
- OED: Organismo encargo del Despacho
- OPIC: Overseas Private Investment Corporation
- O&M: Operación y Mantenimiento
- PPA: Power Purchase Agreement (acuerdos de compraventa de energía)
- SE: Secretaría de Energía de la Nación
- TOP: Take or Pay

Índice

1. Introducción.....	3
2. Breve reseña sobre el Project Finance como instrumento de financiamiento externo .	4
3. El Concepto de Bankabilidad y su aplicación a los Contratos	6
4. Acerca de los Power Purchase Agreements (PPAs)	7
5. El renacimiento de los PPA en Argentina a partir de las leyes 26.190 y 27.191	9
6. Project Finance y el desarrollo de las energías de fuente renovables en Argentina ...	11
7. La bankabilidad de un PPA Renovable en el marco de un project finance	12
a) Definición estratégica de los <i>Offtakers</i>	13
b) Plazo.....	17
c) Fecha de Inicio / COD comprometida	19
d) Precio	21
e) Pago.....	23
f) Energía Contratada.....	25
g) Fuerza Mayor	29
h) Cesión del PPA.....	31
i) Resolución anticipada del Contrato por incumplimiento	32
j) Responsabilidad.....	36
k) Ley aplicable	36
l) Solución de controversias	37
8. Breve referencia a los <i>Direct Agreements</i>	38
9. Conclusión.....	39
Bibliografía.....	41

I. Introducción

Los proyectos de desarrollo de energías renovables han alcanzado un nuevo auge a partir de Convenio de París y los Objetivos de Sustentabilidad de las Naciones Unidas que impulsaron a los países a fomentar el desarrollo de estos proyectos e involucraron a las empresas en buscar una mayor sustentabilidad en sus procesos productivos. Todo ello se vio favorecido además por una histórica baja de la tasa de interés que redujo sustancialmente el costo del capital y un nuevo paradigma de “financiamiento verde” o *green financing*².

La Argentina no estuvo exenta de esta revolución en la búsqueda de fuentes de energías más limpias y amigables con el medio ambiente. Si bien desde el año 2007 la Argentina ya contaba con un régimen de fomento a las energías renovables, no fue sino a partir del año 2015 con el dictado de la Ley 27.191 que el sector toma un vigor sin precedentes en el país.

Entre otros aspectos, dicha ley crea un Mercado a Término de energías renovables a partir de la obligación legal impuesta a los grandes usuarios³ del sistema eléctrico de abastecer parte de su consumo con energías de fuentes renovables mediante un esquema de compra conjunta (PPA con CAMMESA) o mediante contratos de compraventa energía renovable entre sujetos de derecho privado (PPA privados).

Estas nuevas condiciones han permitido la incorporación al sistema de generación eléctrica de cerca de 2.5 GW de potencia para la generación de energía renovable, alcanzando en ocasiones a cubrir hasta el 9% de la demanda eléctrica⁴. A la fecha, el 52% de la generación renovable corresponde a proyectos adjudicados en las distintas rondas del programa RenovAr y la Resolución MEM 202/16, otro 39% corresponde a activos existentes anteriores a la Ley 27.191 y el 22% restante a proyectos dedicados al MATER. A partir de las exigencias crecientes de consumo renovable establecidas en la ley⁵, existen grandes expectativas de crecimiento del sector en el futuro próximo.

Existiendo un mercado constituido con una demanda atractiva y escasez de oferta, disponibilidad de empresas con capacidad técnica y operativa suficiente para ejecutar los proyectos y recursos renovables de primera clase, el desafío principal se centra en la obtención del financiamiento necesario.

En este contexto, resulta crítico conocer las herramientas habitualmente utilizadas para financiar proyectos de infraestructura energética y los requisitos de *bancabilidad* que

² El financiamiento para el clima se refiere a los recursos financieros movilizados para mitigar y adaptarse a los impactos del cambio climático, como los compromisos de financiamiento público para el clima de los países desarrollados en el marco de la CMNUCC. En el Acuerdo de París se reitera que los países desarrollados deben seguir encabezando los esfuerzos dirigidos a movilizar financiamiento para el clima “a partir de una gran variedad de fuentes, instrumentos y cauces, con la consiguiente decisión de la Conferencia de las Partes (COP) de establecer una meta colectiva de superar de aquí a 2025 el mínimo anual comprometido en Copenhague de USD 100 000 millones

³ Los Grandes Usuarios dentro del Mercado Eléctrico responden a tres categorías definidas por su nivel de consumo: Grandes Usuarios Mayores (GUMA), Grandes Usuarios Menores (GUME) y Grandes Usuarios Particulares (GUPA)

(<https://portalweb.cammesa.com/pages/institucional/agentes/grandesUsuarios.aspx>)

⁴ Sin contabilizar las grandes hidroeléctricas; solo renovable no convencionales

⁵ 20% del consumo para el año 2025 conf. Art. 8 Ley 27.191

deben ser satisfechos por el desarrollador en el diseño contractual con los principales *stakeholders*⁶ del proyecto, en los que se encuentra el comprador de la energía.

Así el trabajo iniciará haciendo una descripción general sobre el *project finance*⁷ como herramienta de financiamiento para proyectos de infraestructura energética, para luego introducir el concepto de bancabilidad y su aplicación en los contratos.

En segunda instancia se introducirá a los PPA describiendo sus caracteres propios y naturaleza jurídica, destacando su aplicación en el sector de las energías renovables argentino a partir de las leyes 26.190 y 27.191.

Seguidamente, y en relación con las leyes citadas se efectúa una referencia al uso del *project finance* para estructurar el financiamiento de los proyectos de energías renovables emergentes a partir de la vigencia de dicha normativa.

Desarrollados estos aspectos preliminares se examinan los requerimientos de bancabilidad de los PPA a través del análisis de los principales aspectos de la estructura contractual: (i) definición estratégica de los Offtakers; (ii) Plazo; (iii) Fecha de Inicio / COD comprometida; (iv) Precio; (v) Pago; (vi) Energía Contratada; (vii) Fuerza Mayor; (viii) Cesión del PPA; (ix) Resolución anticipada del contrato por incumplimiento; (x) Responsabilidad; (xi) Ley aplicable; y (xii) Solución de controversias.

Sobre el final se efectúa una sucinta introducción a la figura de los contratos directos⁸ (*Direct Agreements*) con los prestamistas y algunos *stakeholders* clave del proyecto, ampliamente utilizados en este tipo de transacciones, para culminar el trabajo con una conclusión final.

A fines de mayor claridad, en este trabajo denominaremos “desarrollador”, “deudor” o “vendedor” a la empresa vehículo que desarrolla el proyecto, vende la energía y requiere el financiamiento, “prestamistas” o “entidades financieras” a aquellas entidades

⁶ El término stakeholder suele utilizarse en inglés por cuanto no existe término equivalente en el español que refleje acabadamente su noción y extensión. El diccionario de Oxford “Dictionary of Construction, Surveying and Civil Engineering (2.Ed.)” lo define como aquella persona, grupo u organización con un interés, reclamo o preocupación con algo, un negocio, una organización, un proyecto, un servicio o un producto” (“*A person, group, or organization with an interest, claim, or concern in something, e.g. a business, organization, project, service, or product. Stakeholders can affect or be affected by an organization’s activity positively or negatively. They can be internal or external to the organization/project boundaries (...)*”)

⁷ Es una forma de financiamiento donde los reclamos de los tenedores de deuda son contra un activo o proyecto en lugar de contra del sujeto que toma la deuda (“*A form of asset-based financing where the claims of the debtholders are against an asset or project rather than against the sponsor as a whole*” –, Moles, Peter y Terry, Nicholas, “The Handbook of International Financial Terms”, Oxford University Press, 5ta Ed., Oxford, 2005)

⁸ “*Los contratos directos desempeñan un rol esencial en la viabilidad de la financiación de proyectos. Su adecuada regulación determinará el curso de los proyectos, la prevención y el manejo de posibles consecuencias. Por ello, es importante conocer esta figura jurídica que ha sido poco estudiada en la doctrina(...)*” y asimismo “*Un “contrato directo” (...), es un contrato (o contratos) que otorga a los financistas ciertos derechos y protecciones respecto de los principales contratos del proyecto, incluyendo principalmente la posibilidad de reemplazar a la compañía del proyecto como contraparte.*” – Molina Rey Castro, “Los Contratos Directos y su rol en el financiamiento de proyectos”, Revista de Derecho Themis, año 2017 Nro. 70 -p. 107 – 119.

que brindan el financiamiento y “comprador” u “*offtaker*”⁹ al comprador de la energía bajo el PPA.

II. Breve reseña sobre el Project Finance como instrumento de financiamiento externo

El Project Finance es un instrumento de financiamiento que permite financiar un proyecto particular -en general de largo plazo y de capital intensivo- fuera de los balances contables del promotor (excediendo la capacidad de apalancamiento de este) garantizando el repago de la deuda exclusivamente con la generación de fondos del proyecto. En este sentido, “(...) *la solvencia y la liquidez de la compañía vehículo sean totalmente independientes de la situación financiera de la compañía matriz o holding. Así, la consecuencia directa es que las condiciones para el otorgamiento de este tipo de financiación no están basadas en información crediticia pasada. Por el contrario, en el contexto del Project Finance son determinantes las proyecciones respecto de la viabilidad y rentabilidad del proyecto que está siendo financiado*”¹⁰ Para ello los sponsors crean una sociedad vehículo con objeto especial con el único propósito que sea ésta quien resulte la titular del proyecto.

Si bien no hay una definición universalmente aceptada de *project finance*, una definición típica establece que a través de esta transacción tiene como finalidad “*el financiamiento del desarrollo o explotación de un derecho, recurso natural u otro activo donde la mayor parte del financiamiento se proporcionará en forma de deuda y se reembolsará principalmente con los activos que se financian y sus ingresos*”.¹¹

Una de las características principales de esta arquitectura financiera es su falta de estandarización y su necesidad de diseño específico para cada proyecto en particular, ajustando el mismo al tipo de industria, a las partes intervinientes, a la cuantía del financiamiento, tipo y forma de las garantías exigidas y marco regulatorio aplicable. decir la necesidad de diseño de estructuras a medida de cada caso particular, dependiendo de Como se ha mencionado más arriba, en los esquemas de *project finance* se concentran exclusivamente en el activo a financiar, la viabilidad del negocio y el repago de la deuda. En este sentido, “*la ingeniería jurídica y financiera se define entonces en función de dos objetivos básicos: optimizar la exposición de riesgos por parte de los financiadores y organizar una estructura de financiamiento consistente con las condiciones de viabilidad del negocio. Dos aspectos distintivos del tipo de estructura de financiamiento planteada radican en el entramado jurídico que formaliza*

⁹ En general se utiliza el término de off-taker para representar algo más genérico que una compraventa, ya que refiere al acto de tomar un producto del mercado. Así el off-taker bajo el Proyecto puede comprar el producto o adquirirlo por algún otra transacción que no sea una compraventa típica. Se define como el acto de tomar, especialmente vinculado a remover productos del mercado mediante su compra (“*the act of taking off, specifically relating to removing goods from a market by purchasing them*”– Collins Dictionary, HarperCollins Publishers <https://www.collinsdictionary.com/>)

¹⁰ Arias Barrera, Ligia Catherine “Perspectiva legal de la financiación de proyectos, project finance y el manejo del riesgo” – Revista de Derecho Privado Nro 23 (ISSN 0123-4366), Dic. 2012, p. 206

¹¹ Cuthbert, Neil, *A Guide to project finance*, Dentons (<https://www.dentons.com/en/insights/guides-reports-and-whitepapers/2013/april/1/a-guide-to-project-finance>), 2018, p. 13

el involucramiento de los actores participantes y los márgenes de exposición que por diseño se pueden definir en cada caso particular”¹²

Típicamente el Project Finance tiene una estructura donde participan una diversidad de actores con una divergencia de intereses, que requieren de la disposición de suficientes incentivos para la colaboración en beneficio del proyecto. Entre los principales actores pueden mencionarse los (i) promotores, sponsors o accionistas de la sociedad vehículo que proveen el capital y el desarrollo del proyecto -o bien este puede ser adquirido de un tercero-, (ii) las entidades financieras o agencias internacionales que proveen el financiamiento, (iii) las autoridades gubernamentales que brindan los permisos y autorizaciones, (iv) los contratistas y proveedores que suministran obras, servicios y materiales, (v) asesores externos, consultores y aseguradoras y (vi) los clientes que finalmente adquieren el producido. Más aún, *“una característica común en muchas estructuras de proyectos es que las diferentes partes tendrán roles particulares que desempeñar. Esto es especialmente con muchos proyectos de múltiples patrocinadores donde, por ejemplo, un patrocinador también puede ser el contratista [que ejecuta la obra] llave en mano, mientras que otro patrocinador puede ser el operador y otro patrocinador puede ser un proveedor de materias primas clave para el proyecto o bien un comprador de producto del proyecto”¹³*

En el gráfico siguiente puede apreciarse a grandes rasgos la estructura típica de un project finance; en el mismo puede apreciarse que todas las relaciones jurídicas del proyecto (a excepción de la relación con consultores externos que suele ser entre las entidades y los patrocinadores) nacen en cabeza de la sociedad vehículo¹⁴:



¹² Cosentino, Adrián, *Esquemas Innovativos de Financiamiento al Sector Productivo*, Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella (web: https://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=6268&id_item_menu=12606), p. 2

¹³ “Cfr. op cit. Cuthbert, Neil, 2018, p. 20

¹⁴ Gráfico elaborado a partir de: Moody’s Generic Project Finance Methodology, Diciembre, 2010 (web: https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_127446)

Un aspecto por resaltar es la exigencia de participación de capital privado en la conformación de la sociedad vehículo. Como principio rector de mitigación del costo de agencia, todo *project finance* exige necesariamente que los patrocinadores aporten como capital propio parte de los fondos necesarios para el proyecto (en general en torno del 30%-40%); de esta manera asumir parte del riesgo del proyecto.

Generalmente los Project finance se estructuran bajo una modalidad “sin recurso” que consiste en una modalidad de financiamiento 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*”¹⁵. Vale resaltar que durante la etapa constructiva - donde los prestamistas tienen el mayor riesgo de fracaso del proyecto por no poder generar caja- los promotores suelen constituirse en garantes del crédito (hasta el completion date).

En relación con los ingresos del proyecto estos generalmente son cedidos en garantía a un fideicomiso que se encarga de distribuir los mismos según los parámetros establecidos en el contrato respectivo (*cash waterfall*)¹⁶

Como podrá imaginarse, toda esta estructura financiera exige de una compleja serie de contratos que distribuya los distintos riesgos del proyecto entre los diversos participantes. Dichos contratos deben cumplir al menos una serie de requisitos a los que se los denomina “requisitos de bancabilidad”. Entre los contratos más relevantes, fuera de aquellos vinculados al financiamiento se pueden citar el contrato de (i) construcción, (ii) de operación y mantenimiento y (iv) de venta del producto y/o servicio.

Dadas las características mencionadas, esta modalidad de financiamiento resulta apropiada y ampliamente utilizada para inversiones de capital intensivo, en general desarrollo de infraestructura de envergadura, principalmente en el sector petroquímico, energético, de las telecomunicaciones y del transporte.

III. El Concepto de Bancabilidad y su aplicación a los Contratos

El concepto de bancabilidad refiere principalmente al atractivo que una empresa o proyecto represente a las entidades financieras para el otorgamiento de financiamiento.

El hecho que un proyecto o una compañía tenga valor en dinero desde el punto de vista de las entidades financieras -debido a la generación de un flujo de fondos de

¹⁵ Martínez de Hoz (h), José y Blanco, Marcos, *Project Finance y Energías Renovables*, Revista Jurídica Universidad de San Andrés – Suplemento de Energías Renovables, 2018

¹⁶ “*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*”. (op. Cit Dres. Martínez de Hoz (h), José y Blanco, Marcos p. 12)

rendimientos atractivos-, no implica que necesariamente sea “bancable”. Debe existir una correlación entre el nivel de riesgo asumido y el costo del financiamiento que soporta el proyecto o la empresa.

De este modo, para catalogar a un proyecto u empresa como “bancable” el mismo debe brindar un grado aceptable de certeza, constancia y predictibilidad de ingresos que resulte suficiente para repagar su financiamiento.

Sin lugar a duda, el grado de bancabilidad afecta el costo de financiamiento, hasta el punto tal de llegar a que el mismo no sea factible. Así, estos requisitos de bancabilidad tienen un impacto directo en la posibilidad de obtener el financiamiento y/o el costo de este ya que, “*en el entorno actual del marco regulatorio (Basilea III), los bancos solo financian aquellos proyectos que son muy seguros, puesto que les supone un menor consumo de recursos propios*”¹⁷.

La bancabilidad cobra mayor relevancia en proyectos sujetos a un financiamiento externo a través de un *project finance*, principalmente porque bajo dicha estructura el repago de la deuda se efectuará exclusivamente con los ingresos generados del proyecto particular, sin recurso o con recurso sumamente limitado contra los patrocinadores. De allí que las entidades que otorgan el crédito hagan hincapié en asegurar la bancabilidad del proyecto a través de la rigurosa regulación de los principales contratos que vinculan al proyecto con sus costos y sus ingresos. Así, “*Un contrato bancable es un contrato que cuenta con una distribución de riesgos entre el contratista y la compañía del proyecto que satisface a los prestamistas*”¹⁸

De este modo, a la hora de mitigar riesgos del proyecto, entre otras herramientas de carácter técnico, comercial, económico y/o financiero, las entidades financieras suelen solicitar una serie de requisitos y elementos que deben contener los contratos con proveedores clave (ej. Constructores, servicios de mantenimiento, etc.) y clientes a efectos de minimizar los riesgos del proyecto y asegurar un flujo de fondos que permita el repago.

Dichos requisitos deben ser contemplados en los términos y condiciones de los contratos a efectos de no “frustrar” la bancabilidad del proyecto o bien incrementar innecesariamente el costo de financiamiento.

En el marco de un *Project finance* para el desarrollo de un proyecto de infraestructura energética, el foco de bancabilidad se encuentra concentrado principalmente en tres contratos: (i) el contrato de construcción del activo (costo), (ii) el contrato de operación y/o mantenimiento del activo (costo) y (iii) el contrato de compraventa de energía (ingreso). El presente trabajo ocupa en analizar los aspectos de bancabilidad de este último contrato, ello sin perder de vista que cualquier análisis contractual dentro del *Project finance* no puede resultar ajeno a la conexidad intrínseca que tienen los demás contratos del proyecto.

En este sentido, “*Hacer referencia a las relaciones contractuales dentro de la estructura del Project Finance requiere indicar que en esta encontramos diversos*

17 Casanova, T. *Financiación internacional con Project Finance*, Revista de Contabilidad y Dirección. Vol. 26, año 2018, ps. 115-127

18 McNair, Damian, *Asia Pacific Projects Update: EPC Contracts in the Power Sector*, web: <https://www.dlapiper.com/en/uk/insights/publications/?region=asiapacific>

*contratos: de suministro de materia prima, construcción, operación, mantenimiento, uso y explotación de los bienes objeto del proyecto financiado. Todos ellos conforman la cadena contractual que hace posible el éxito del proyecto y en la que confluyen diferentes intereses tanto de las partes directamente obligadas como de los proveedores de financiación y aseguradores”.*¹⁹

IV. Acerca de los Power Purchase Agreements (PPAs)

Los PPA son contratos que se celebra entre un generador (o comercializador) de energía eléctrica (de cualquier tipo -térmica, hidráulica o renovable-) y un comercializador o consumidor (grandes usuarios, puesto que en general los usuarios residenciales y comerciales están sujetos a la contratación de su energía a través del servicio público de distribución) para vender/comprar energía (o poner a disposición una potencia) a un precio acordado para un horizonte temporal determinado.

En términos de entrega de energía, los PPA pueden catalogarse como:

- a. **PPA Físico:** existe una entrega física de energía por cuanto el generador está conectado directamente al consumidor sin ingresar en la red eléctrica. De este modo la molécula de energía generado es la recibida por el comprador. Si el generador no entrega energía y el comprador no tiene una conexión auxiliar a la red eléctrica, perderá su suministro eléctrico con los perjuicios que ello podría generar. De este modo se conforma un auténtico contrato de compraventa donde existe un compromiso de entrega física de cierto volumen de energía.
- b. **PPA Financiero:** No hay una entrega física de energía ya que el generador se encuentra conectado a la red eléctrica y su energía ingresa al sistema global de transporte y distribución. En este caso, el comprador recibe energía del sistema y no por parte del generador. Por lo tanto, si el generador no inyecta su energía al sistema, el comprador aún podrá consumir la misma, a otro precio y, según el marco regulatorio respectivo, con alguna sanción o penalidad. Recibe el nombre de “financiero” porque el objeto del contrato no es asegurar el insumo sino el precio. Podríamos decir con certeza que el PPA Financiero no es un auténtico contrato de compraventa, sino que se asemeja más en su naturaleza a un *contrato derivado*²⁰. En tal sentido el contrato funciona como una cobertura de precio o *hedging*²¹

En cuanto a su naturaleza jurídica los PPA son contratos bilaterales, conmutativos y de tracto sucesivo que, como puede apreciarse a partir de su diferente objeto, deben ser

¹⁹Op. Cit Arias Barrera, Ligia Catherine, p. 219

²⁰“(…) en el ámbito local se los ha definido como aquellos contratos bilaterales cuyo valor depende o “deriva” del valor de uno o más activos subyacentes (commodities o activos financieros) o índices sobre dichos bienes. Su principal característica es que el valor o precio del contrato dependen directamente del valor o precio del activo subyacente, y de esa circunstancia nace su denominación de “derivado”. Contreras, Rocío, *Contratos Derivados*, Revista Argentina de Derecho Empresario – Número 9, II-VL-156, 2011

²¹“(…) son aquellos que se celebran para protegerse de las variaciones de los precios de un producto determinado. Este objetivo se logra creando un instrumento financiero cuyo valor se incrementa o disminuye en forma inversamente proporcional a la variable sobre la cual se quiere obtener cobertura” op. Cit. Contreras, Rocío

caracterizados en forma diversa según se trate de PPAs físicos o PPAs financieros. En este orden de ideas los PPAs físicos se podrían enmarcar con facilidad como un contrato nominado de suministro o compraventa, mientras que los PPAs financieros encuadraría como contratos innominados similares a un *swap*²² financiero.

Desde la perspectiva del objeto, los PPAs pueden comprometer la venta de una cantidad mínima o máxima de energía o bien, poner a disposición del comprador toda la potencia instalada y comprometer toda la energía generada a partir de dicha potencia. En este segundo caso, el activo de generación se encuentra dedicado exclusivamente al cliente quien recibe los excedentes de generación que bajo un esquema de venta de energía seguramente se encontrarían limitados. Este esquema puede ser utilizado en PPAs financieros para clientes con consumos muy superiores a la energía que podría generar la potencia contratada o bien a clientes que comercialicen la energía a terceros. Sin lugar a duda, dado el riesgo y la variabilidad de generación, un esquema como el descripto requerirá de una especial atención al momento de definir las obligaciones, derechos y responsabilidades de las Partes.

Actualmente en la Argentina, la gran mayoría de los PPA revisten el carácter de financieros. Existen contados casos de generación dedicada para actividades industriales y productivas específicas que se estructuran con esquema de PPA físicos a partir de la generación eléctrica de activos dedicados al cliente, como podrían ser pequeñas centrales de motores de generación.

V. El renacimiento de los PPA en Argentina a partir de las leyes 26.190 y 27.191

Desde la concepción de la industria eléctrica y la normativa que fundó la base regulatoria del mercado eléctrico argentino, se previó la posibilidad de acordar la provisión de energía eléctrica a los “grandes usuarios”²³ mediante contratos celebrados entre sujetos de derecho privado.

Esta posibilidad dispuesta en el marco regulatorio fue poco utilizada en nuestro país ya que debido a las condiciones económicas y las diversas regulaciones del mercado, en reducidas oportunidades podría resultar atractivo a las partes contratar su consumo de energía eléctrica por fuera del servicio regulado. Durante la década del 90’, “*al haber tenido lugar -durante la vigencia de la convertibilidad-, un proceso de baja progresivo del precio de la energía, a las distribuidoras les convenía más comprar al precio estacional que celebrar contratos a término corriendo el riesgo de no poder pasar un precio de compra mayor a las tarifas*”²⁴ Con posterioridad a dicha fecha, y debido principalmente a la política post 2001 de congelar las tarifas de los servicios públicos implementando un complejo sistema de subsidios a la demanda²⁵, se perdió todo incentivo económico en adquirir energía eléctrica por fuera del servicio público de

²² El swap es un intercambio de flujos monetarios. El PPA financiero puede entenderse desde esta perspectiva, donde el PPA funciona como un contrato derivado (el activo subyacente es la energía eléctrica), en el cual al fin de cada período las partes intercambian flujos y no activos físicos

²³ Véase el artículo 6 de la Ley 24.065

²⁴ Fonrouge, Máximo J., *Lineamientos del régimen jurídico de la electricidad*, web: http://www.cassagne.com.ar/publicaciones/Lineamientos_del_regimen_juridico_de_la_electricidad.pdf, p 17.

²⁵ En el caso de la energía eléctrica a través del congelamiento del precio estacional, generando la necesidad de fondos del Tesoro Nacional para el financiamiento del Fondo de estabilización.

distribución. En el año 2013 se dispuso la suspensión de la incorporación de nuevos contratos en el Mercado a Término²⁶ para su administración por parte del OED²⁷ y la obligación de los Grandes Usuarios de adquirir su suministro directamente de CAMMESA de acuerdo con las condiciones que la Secretaría de Energía estableciera en aquel entonces.

Si bien, durante estos años se celebraron algunos contratos de venta de energía, en particular bajo la órbita de ciertos programas especiales de incentivos dictados por el gobierno nacional a fin de incrementar la oferta de generación eléctrica en el país²⁸, su uso fue insipiente. A partir del año 2013 sólo podía ser posible suscribir un contrato de venta de energía bajo el programa “Energía Plus”²⁹

No fue sino recientemente con la promulgación de las leyes 26.190 y 27.191³⁰ que se creó un marco propicio para el desarrollo de los PPA mediante la conformación del Mercado a Término de Energía Renovables, generalmente referido como “MATER”. Dicho mercado se crea a partir de la obligación dispuesta por las citadas normas a los Grandes Usuarios Habilitados o GHU³¹ de incorporar a su consumo energético energía de fuentes renovables bajo pena de ser sancionados con penalidades de un elevado costo económico³².

La forma mediante la cual estos Grandes Usuarios pueden adquirir su energía renovable, además de realizar su propia generación, es mediante la celebración de contratos entre privados de compraventa de energía (PPA) o bien suscribirse al programa a de compras conjuntas llevadas adelante por CAMMESA³³ a través de las rondas RenovAr³⁴. En este último caso CAMMESA en su carácter de administradora del MEM y OED licita en forma pública la compra de energía, suscribe PPAs con los generadores y luego distribuye dicha energía a los adheridos al sistema de compras conjuntas. En adición a fortalecer la demanda se dispuso la asignación de prioridades de despacho de forma tal de asegurar el ingreso de la generación renovable al despacho eléctrico.³⁵

De la mano de la creación del MATER y de la necesidad de satisfacer la demanda de energía se lanzaron decenas de proyectos de generación de energía eléctrica de fuente renovable tanto para su comercialización a CAMMESA en los RenovAr como para su venta a privados. La gran mayoría de estos proyectos -de los cuales muchos se encuentran aún en fase constructiva- han sido posibles gracias al acceso al

²⁶ Resolución SEN 95/2013

²⁷ Organismo encargado del Despacho

²⁸ Ejemplos de estos esquemas han sido la Resolución SE 1281/2006; Resolución SE 712/2009, Resolución SE108/211, Resolución SE 287/2017

²⁹ Resolución SE 1281/2006

³⁰ “Régimen de Fomento Nacional para el uso de fuentes renovables de energía destinada a la producción de energía eléctrica”.

³¹ GUH – Grandes Usuarios Habilitados – queda definido por aquellos grandes usuarios GUMAs, GUMEs, GUDIs y Autogeneradores que tengan una potencia media anual mayor a 300KW.

³² Artículo 8 de la Ley 27.191

³³ Artículo 9 del Decreto 531/2016

³⁴ Programas RenoVar 1, 1.5, 2 y 3 conforme resoluciones, MEyMN 213/2016, 281/2016, 275/2017 y SGE Nro 100/2018

³⁵ Resolución MEyM 281/17

financiamiento externo, el cual, en muchos de esos casos sido estructurado bajo un *Project finance*.

A fin de fortalecer la estabilidad y vigencia de este mercado, la misma Ley 27.191 aclara en su artículo 10 que no son aplicables a los Grandes Usuarios ni a los generadores que utilicen fuentes renovables de energía ninguna norma vigente al momento de la entrada en vigor de la ley o que se dicte en el futuro, que de cualquier manera limite, restrinja, impida o prohíba, transitoria o permanentemente, la celebración de los contratos de suministros previstos.

Bajo este contexto, el primer contrato PPA privado se celebró hacia finales del año 2017, entre la empresa Genneia y Loma Negra, para el suministro de energía del parque eólico Rawson III. Para el año 2020 ya se registran cientos de PPA celebrados tanto entre privados como con CAMMESA³⁶. Por su parte CAMMESA lleva suscripto 157 contratos de PPA bajo la modalidad de compras conjuntas por una total de 4.966MW³⁷.

El escenario presentado y las perspectivas de crecimiento del sector denotan la importancia que tiene la bancabilidad de los PPA en el progreso de las energías renovables en Argentina, considerando que el desarrollo pleno de las mismas sólo será posible con la ayuda de financiamiento externo.

Esto que resulta novedoso para la Argentina ya es una tendencia varios países del mundo que han adoptado el uso de “acuerdos de compra de energía” para permitir la compra de energía en forma directa a generadores (pequeños, grandes o comercializados) evitando así adquirir la misma directamente de las compañías de servicios públicos.³⁸

VI. Project Finance y el desarrollo de las energías de fuente renovables en Argentina

El cambio de regulaciones macroeconómicas producidas a partir del año 2016 en conjunto con las nuevas regulaciones del mercado eléctrico y la creación del MATER, han permitido el regreso al país de una herramienta de financiamiento utilizada en todo el mundo. Ello, en primer término, al flexibilizar restricciones cambiarias vigentes en aquel momento permitiendo el flujo de divisas hacia el exterior y otorgando seguridad

³⁶ Una gran diversidad de usuarios de diferentes industrias ha celebrado PPA privados como ser: Cervecería y Maltería Quilmes, Toyota, Coca Cola, Loma Negra, Banco Galicia, Banco Supervielle, YPF, Sintoplast, Matellone Hnos, Four Seasons, Sheraton, Minera La Alumbrera, Petroquímica Cuyo, Acindar, Ford, entre muchísimas otras. Para mayor información puede consultarse el informe mensual del mercado a término de energías renovables en <https://portalweb.cammesa.com/Pages/Mater.aspx>

³⁷ Información actualizada a Marzo 2020 – “Informe de Renovables Marzo 2020 CAMMESA”, <https://portalweb.cammesa.com>

³⁸ Los PPAs de energía renovables alcanzaron en el año 2019 un nuevo record de contractualización de 19.5GW en el año, incrementándose un 40% anualizado en comparación con las cantidades contratadas en el año 2018. El 80% de dichos contratos se dio en los Estados Unidos, siguiendo en importancia Europa y Medio Oriente. En Europa la mayoría de los compradores resultan empresas localizadas en España, Polonia y Francia, ingresando Italia por primera vez en este mercado. En América latina el mercado aún es incipiente, resultando Brasil y Chile como mercados emergentes. (Véase Bloomberg New Energy Finance – BNEF 2020 Corporate Energy Market Outlook: <https://about.bnef.com/blog/corporate-clean-energy-buying-leapt-44-in-2019-sets-new-record/>)

sobre el repago de la deuda y el retorno del desarrollador³⁹ y, por otro lado, mediante la creación de un mercado dolarizado con alta demanda y cierta previsibilidad permita generar proyectos con un flujo de caja estable y una relación de rendimiento a riesgo atractiva. Sin lugar a duda, la situación se vio además favorecida por la baja de las tasas de interés a nivel mundial y la escasez de alternativas de inversión con atractivo retorno.⁴⁰ También se debe destacar el importante rol que han tenido las ECAs⁴¹ en estas estructuras de financiamiento, con la finalidad de promover exportaciones de los equipos elaborados en su país.

Finalmente cabe hacer alguna mención a la creciente tendencia de las entidades financieras de promover el desarrollo de proyectos con un impacto ambiental positivo, a través de líneas de financiamiento “verdes”. Dicha iniciativa surge a partir del mayor compromiso de los países en alcanzar las metas de carbono del Acuerdo de París⁴² como así también la recepción de los Objetivos de Desarrollo Sustentable (ODS)⁴³ por parte de las empresas. Es esperable que este cambio de paradigma abra nuevas puertas de acceso al financiamiento que permiten intensificar el desarrollo de las energías renovables en el futuro.

VII. La bancabilidad de un PPA Renovable en el marco de un project finance

Dado que, “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.”⁴⁴

Dentro del amplio abanico de garantías exigidas, la más importante es aquella que recae directamente sobre el flujo de fondos del proyecto, esto es en el caso particular de un proyecto de infraestructura energética, el contrato de venta de energía o PPA. De allí que la correcta distribución y control de riesgos en dichos contratos aparece como un aspecto clave a la hora de determinar las condiciones de financiamiento. En este marco de desarrollo con financiamiento externo, un PPA que no se puede utilizar para dicha financiación, simplemente carece de toda utilidad.

La bancabilidad de un PPA es revisada a través de un exhaustivo proceso de *due diligence*, a partir del cual se hace una evaluación comprehensiva de todos los términos y condiciones contractuales y se evalúan los riesgos asociados al proyecto. El resultado de este proceso permitirá, entre otros aspectos, definir las condiciones del financiamiento. Por lo expuesto, las entidades que brindarían el financiamiento

³⁹ A pesar de que las normas cambiarias no establecían ningún tipo de restricciones formal en el pago de intereses, dividendos, regalías y otros pagos comerciales, este tipo de transacciones han sido objeto de demoras o rechazos injustificados como resultado de vías de hecho de la administración pública.

⁴⁰ “En el año 2016 se dio una histórica baja de tasas de interés. Véase Bob Bryan, Business Insider – Agosto de 2019 - <https://www.businessinsider.com/record-low-interest-rate-impact-2016-8>)

⁴¹ Estas agencias brindan financiamiento a través del exportador a fin de fomentar el comercio internacional

⁴² El 12 diciembre de 2015 bajo la órbita del COP21.

⁴³ Véase <https://sustainabledevelopment.un.org/?menu=1300> (agenda de sustentabilidad 2030)

⁴⁴ Ob. Cit. Martínez de Hoz (h), José y Blanco Marcos

necesitan conocer y analizar dicho contrato y, de ser necesario, requerir los ajustes o modificaciones necesarias para asegurarse un control sobre el flujo de fondos y eventualmente de las obligaciones y/o derechos del dueño del proyecto ante un incumplimiento.

De este modo, las disposiciones del contrato deben asegurar que se trata de “(...) *un acuerdo de compra a largo plazo ejecutado con un comprador (off-taker) solvente y que tiene un plazo suficiente para permitir el repago de la deuda proporcionando un flujo de ingresos adecuado y predecible*”⁴⁵.

De acuerdo con lo expuesto, se analizarán a continuación diversos aspectos a considerar al momento de celebrar un PPA para un proyecto que busca financiamiento externo. Cabe resaltar que innumerables veces, estos acuerdos se negocian y celebran con anterioridad al cierre del financiamiento⁴⁶, razón por la cual, la correcta adecuación de estos se convierte en un aspecto clave para la obtención de este.

En ocasiones, los defectos de bankabilidad de estos contratos pueden ser subsanados posteriormente bajo un *contrato directo*, pero ello puede dificultar y demorar el cierre financiero del proyecto y en consecuencia los desembolsos respectivos de los prestamistas. Volveremos sobre este punto sobre el final del trabajo.

a) **Definición estratégica de los *Offtakers***

Una de las primeras definiciones que debe afrontar el dueño del proyecto es la delineación de su estrategia de contratación con *offtakers* sobre la potencia del proyecto, si bien lo cierto es que la estructura final dependerá en gran medida de la disponibilidad de *offtakers* en el mercado respectivo.

La decisión respecto a una comercialización exclusiva o diversificada tendrá un impacto relevante en las condiciones del PPA y los riesgos del proyecto. Una opción u otra tiene sus riesgos y sus beneficios particulares.

Así, optar por un *offtaker* exclusivo al cual se le compromete el 100% de la producción de energía del proyecto permite una gestión más sencilla (y económica) del proyecto y evita el riesgo de descalce de operaciones entre la compra y la venta de energía. Por otro lado, aumenta el riesgo de cobro por cuanto el proyecto depende exclusivamente de los pagos que efectúa un solo cliente (cobra aquí especial relevancia la capacidad crediticia del cliente).

En este supuesto, de limitar la cantidad máxima de energía contratada por el cliente, habrá que considerar en el contrato la forma disponer de excedentes a terceros y/o la existencia de algún tipo de preferencia⁴⁷ a favor del cliente.

⁴⁵ Cfr. World Bank Group, PPLRC (Public-Private-Partnership-Legal-Resource-Center), “Important Features of Bankable Power Purchase Agreements for Renewable Energy Power Projects.”(<https://www.dfc.gov/sites/default/files/2019-08/10%20Elements%20of%20a%20Bankable%20PPA.pdf>), p 2

⁴⁶ Si fuera el caso, se deberá contemplar con claridad una condición suspensiva en los términos el art. 343 y ss. del CCyCN (habitualmente denominada en este tipo de contratos como “condición precedente”) que sujete la vigencia del contrato al cierre del financiamiento en un plazo determinado

⁴⁷ Esta preferencia puede revestir diversas formas como ser, (i) preferencia de negociación inicial (First Negotiation) en la cual el comprador tiene derecho a ser el primero con el cual se negocia, (ii) preferencia

Optar por una comercialización diversificada distribuye el riesgo de cobro entre varios clientes, disminuye la dependencia exclusiva y permite diversificar el riesgo entre distintas industrias. De este modo, se podrían buscar clientes en industrias de baja correlación⁴⁸ y así mitigar el impacto de alguna crisis de un sector en particular. Pero, por otro lado, introduce una serie de riesgos e incertidumbres que deben ser analizadas y previstas en el PPA respetivo.

En primer lugar, se deberá brindar especial atención a los volúmenes máximos y mínimos comprometidos bajo cada uno de los PPAs de forma tal de minimizar cualquier descalce de operaciones y/o asumir el riesgo de incumplimiento por compromisos excesivos o bien por inconsistencia en las causales de eximición de responsabilidad de toma o entrega. En este sentido, es sugerible que todos los PPAs tengan una distribución de riesgos homogénea en lo que respecta a obligaciones de toma y entrega de energía y las dispensas de responsabilidad por eventos particulares.

En segundo lugar, se deberá contemplar alguna metodología que distribuya la variación de la producción de energía del activo entre los diversos clientes sea por cuestiones dispuestas por el desarrollador (por ejemplo, un mantenimiento de las unidades) o por eventos fuera del control de éste (por ejemplo, una situación de caso fortuito o fuerza mayor). Si bien el CCyCN dispone ciertos parámetros de conducta a considerar por el desarrollador⁴⁹, lo cierto es que plasmarlo expresamente en el contrato brinda un mayor grado de previsibilidad; aspecto necesario para el desarrollador, las entidades financieras y los clientes. A la inversa y de acordar algún tipo de preferencia sobre excedentes de producción entre varios clientes, se deberá prestar especial atención al orden de prioridad y/o limitaciones a dichas preferencias.

Íntimamente vinculado a la selección de los offtakers, no puede dejar de mencionarse la relevancia de la calificación crediticia de éstos y la disposición de garantía de pago suficientes.

Respecto al rating crediticio, se debe contemplar que el mismo sea aceptable no solo para el propietario sino también para las entidades financieras. En líneas generales puede afirmarse que, en el contexto de un país con calificación B estable, cualquier calificación por encima de aquella sería aceptable con las garantías apropiadas, a pesar de que ingresan en el ámbito de las inversiones especulativas. Las calificaciones inferiores a B representan un riesgo sustancial y extremadamente especulativo, sobre las cuales los prestamistas seguramente tengan sus reparos o

en la oferta (First Offer) mediante la cual el comprador adquiere el derecho a que se le efectúe la primer oferta y en caso de rechazo por parte del comprador este configura el piso a oferta a los terceros, y/o (iii) una preferencia a través de una opción de compra a partir de la una oferta de terceros (First Refusal) que permite al comprador igualar una oferta de un tercero y desplazar al mismo.

⁴⁸ La correlación estadística indica el nivel de relación que poseen dos variables. En términos de sectores productivos permite evaluar estadísticamente como impacta el cambio de variables de un sector a otro. A partir de información de mercado se puede verificarse el nivel de correlación entre los diversos sectores.

⁴⁹ Buena fe contractual dispuesta en el art. 961 del CCyCN

bien exijan garantías adicionales⁵⁰. En estas ocasiones el requisito puede ser reemplazado por una garantía de casa matriz con una calificación A o superior.

En relación con las garantías de pago requeridas a los clientes, es condición de financiamiento obtener garantías de pago adicionales, aún de aquellos que posean excelente *rating* crediticio (aunque seguramente se exijan garantías de menor liquidez o por menores montos). Las garantías habitualmente requeridas son directas y personales:

- Garantía de Casa Matriz o Parent Comany Guarantee (PCG por sus siglas en inglés): Es habitual que se requiera de una garantía que brinde credibilidad financiera a la subsidiaria que se compromete con el proyecto. De este modo, “*en el supuesto que la subsidiaria (...) no cumpla con sus obligaciones bajo el (...) contrato, el desarrollador puede requerir a la casa matriz que se ponga en el lugar de su subsidiaria, sea pagando en el caso de una garantía financiera o ejecutando obligaciones en un el caso de una garantía de cumplimiento garantía*”⁵¹. Si bien dicha garantía generalmente se encuentra sujeta a ley extranjera, la misma sería equivalente al contrato de fianza en los términos del art. 1574 del CCCN que asimismo permite garantizar tanto una obligación de pago como de hacer (salvo cosa cierta u obligación de hacer de carácter personal).

Respecto a la noción de “*Parent Company*” o “*Casa Matriz*” frecuentemente se busca comprometer a la empresa controlante del grupo del económico.

En general, este tipo de garantía no suele configurarse como una garantía a primera demanda⁵², sino que el fiador no renuncia a su derecho de oponer las excepciones de cumplimiento relativo a las obligaciones garantizadas. Suele ser requerida cuando el comprador tiene una calificación crediticia positiva, pero, a modo de seguridad de pago, las entidades requieren la existencia de un segundo pagador solidariamente responsable con las obligaciones de pago del comprador.

Configurándose una fianza en los términos del código civil y comercial de la nación, ello implicará que, (i) tendrá carácter accesorio y por tanto ,(a) no puede ser ejecutada la garantía antes del vencimiento del plazo de la obligación principal⁵³, (b) El fiador puede oponer todas las excepciones y defensas propias y las que correspondan al deudor principal, aun cuando éste las haya renunciado⁵⁴, (c) el pago realizado por el fiador habilita a subrogarse los

⁵⁰ A modo de referencia, en abril de 2020 las diversas calificadoras de riesgo ajustaron la calificación de Argentina a C/D (default)

⁵¹ Roshni, Mali, *A Legal and Commercial Checklist for Bankable Solar EPC Contracts: A Developer's Guide*, Akin, Gump, Strauss, Hauer, & Feld LLP, 2017 (web: <https://www.akingump.com/en/experience/industries/energy/speaking-energy/a-legal-and-commercial-checklist-for-bankable-solar-epc.html>)

⁵² En las garantías a primera demanda el sujeto emisor garantiza la obligación de un tercero, obligándose por un plazo determinado al pago de una suma de dinero determinada a simple requerimiento del beneficiario sin posibilidad de oponer cualquier excepción de cumplimiento emergente del vínculo obligacional garantizado, manteniéndose extraño a éste - Cfr. Fantoni, Martín A., “Garantía a primera demanda”, La Ley 2008, Buenos Aires, p. 704;

⁵³ Art. 1586 CCyCN

⁵⁴ Art. 1586 CCyCN

derechos del acreedor contra el deudor garantizado⁵⁵ y (d) la vigencia de la garantía dependerá de la vigencia de la obligación principal.⁵⁶

En relación con la ejecución de las obligaciones del fiador, “(...) *la mayor dificultad en la ejecución de la fianza vendrá del contrato principal afianzado [ya que] (...) recaerá en el modus probandi [del incumplimiento], a excepción de que se halle pactado en forma expresa en el contrato*”⁵⁷

- Garantía Bancaria a primera demanda: Este tipo de garantías a primera demanda⁵⁸ implican el compromiso de la entidad financiera a abonar en forma irrevocable a sólo demanda del beneficiario, los montos establecidos en dicha garantía. La garantía se constituye en general en forma independiente del contrato subyacente, razón por la cual no es necesario demostrar incumplimiento de pago ni notificación previa al deudor. En ocasiones, se incorpora el requisito formal de acompañar cierta documentación objetiva que acredite el derecho al cobro, como ser la factura y/o algún remito (en el caso de venta de bienes). Esta última modalidad recibe el nombre de “garantía a demanda documentaria”, en la cual se refuerza la idea de cierta fundamentación al reclamo⁵⁹.

La garantía se puede instrumentar como una garantía bancaria donde el banco asume el compromiso solidario de pagar frente al requerimiento del desarrollador o bien como una carta de crédito⁶⁰ o “*standby letter of credit*”⁶¹, mediante la cual el banco asume el compromiso de pago frente al cumplimiento de un criterio predefinido. Si bien ambas figuras contienen similares alcances, garantía bancaria a primera demanda reviste una obligación más significativa para la entidad financiera, ya que su ejecución es inmediata y no depende la presentación de documentación o acreditación de entrega efectiva del bien, como ocurre en los créditos documentarios.

Dada la relación de suministro de largo plazo con el offtaker y la continuidad de las entregas en el tiempo, no suele ser habitual la utilización de créditos documentarios sino, salvo que se opten por otras garantías, el uso de garantías a primera demanda por hasta un monto del valor de contrato de compraventa⁶²

El crédito documentario es un contrato típicamente bancario que se utiliza como medio de pago de obligaciones de dar sumas de dinero que consiste en “*un título*

⁵⁵ Art. 1592 CCyCN

⁵⁶ Arts. 1596 y 1597 CCyCN

⁵⁷ Stratta, Manuel Ignacio, *Seguro de Caución. Naturaleza jurídica y su tratamiento jurisprudencial. Similitudes y diferencias con el contrato de Fianza*, Eldial - DC2A45, 2020, p. 7

⁵⁸ La garantía a primera demanda es autónoma porque no depende de la existencia o de la validez de una operación subyacente, ni de otra obligación, garantía o condición. Sólo aparece un resto de accesoriidad en la acción de regreso contra el deudor garantizado. Cfr. Nicolau, Noemí Lidia, *Los negocios en garantía*, Catapacio, Trabajos del Centro, Vol 3, 1998, p 10 y ss

⁵⁹ Cfr. Camacho de los Ríos J, *Interpretación de las cláusulas a primera demanda en los contratos mercantiles*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil nro. 54. 1994, p 54 y ss

⁶⁰ Art. 1802 CCyCN

⁶¹ En referencia a la terminología internacionalmente aceptada para este tipo de garantías

⁶² Generalmente calculado, como mínimo, sobre las obligaciones de pago que se devengan bajo el contrato hasta la fecha en que se puedan suspender las obligaciones de entrega o bien resolver el contrato por incumplido. Habitualmente se representa como un valor porcentual de todas las obligaciones de pago en un período determinado.

*o carta comercial por medio del cual un banco, actuando por cuenta y orden de un cliente, se compromete a pagar o hacer pagar a un beneficiario una determinada suma de dinero, previo cumplimiento de las condiciones y términos de este*⁶³. En relación con su naturaleza, puede afirmarse de conformidad con la opinión de varios autores, que nos encontramos a una pluralidad de contratos ligados entre sí por una misma finalidad económica.⁶⁴

Al igual que como sucede con la garantía a primera demanda, el crédito documentario resulta completamente abstracto e independiente del negocio subyacente que le da origen⁶⁵. El contrato subyacente no puede generar ningún tipo de obligaciones al banco aún si la misma carta de crédito hace referencia al mismo. En estos términos ha sido confirmado por la Cámara Comercial Nacional Sala E indicando que *“Los créditos documentados por su naturaleza, resultan ser operaciones independientes de las ventas y los bancos no están vinculados por esas contrataciones, aun cuando en aquéllos se incluya alguna referencia a éstas, no estando sujetos a reclamaciones o excepciones resultantes de las relaciones del ordenante con el beneficiario, pues la intervención de instituciones bancarias se limita a garantizar al exportador la satisfacción de su crédito y financiar la operación.”*⁶⁶

Esto trae como resultado una elevada seguridad jurídica por cuanto la orden de pago por parte del banco se toma a partir de parámetros completamente objetivos difícilmente disputables⁶⁷.

Por su parte, la garantía bancaria a primera demanda es emitida por la entidad financiera por instrucción del ordenante (comprador) y a favor del beneficiario (vendedor) y se constituye en los términos del art. 1810 del CCyCN⁶⁸. La atractividad de esta garantía está dada por el hecho que la entidad financiera no puede oponerse al pago de la deuda, debiendo efectuar el pago al primer requerimiento del vendedor sin posibilidad de oponer ningún tipo de defensa que el deudor pueda tener contra el acreedor⁶⁹. Por otro lado, debido al riesgo que asume la entidad financiera, suelen ser garantías de un elevado costo.

Nuestro CCyCN en los arts. 1810 a 1814 se ha encargado de regular este tipo de garantías bajo la Sección 4 como “garantías unilaterales”. Estas constituyen un tipo de garantía personal, abstracta e independiente que se asemeja a un aval dadas sus características de autónoma y con defensas oponibles limitadas, pero se diferencia de aquel en tanto la obligación del garante no es de naturaleza cambiaria. Con la fianza comparte únicamente la característica de ser una garantía personal, diferenciándose sustancialmente en (i) no es un contrato sino

⁶³ Albornoz, Jorge R., *El Contrato de Crédito Documentario en el Derecho Internacional Privado*, Eldial, DC66AF, 2005, p. 3

⁶⁴ Véase ABANCA, Jorge, NOACCO, Julio César y VERA BARROS, Alejandro, *El Crédito Documentado. Estudio Jurídico y Económico*. Depalma, Bs. As., 1965., VILLEGAS, Carlos G. *Compendio Jurídico, Técnico y Práctico de la Actividad Bancaria*, Depalma. Bs. As., 1986, pág. 631 y sig.

⁶⁵ Cfr. Villegas, Carlos G. *Comercio Exterior y Crédito Documentado*. Astrea, 1993, p. 205-206

⁶⁶ Mundo CO. LTD. c/ Tridavis S.A. s/ordinario” - CNCON - SALA E - 03/11/2010

⁶⁷ El Banco pagará al beneficiario

⁶⁸ Art. 1810 CCCN

⁶⁹ La entidad financiera se constituye esencialmente un codeudor solidario

un acto unilateral, (ii) no resulta accesoria a la obligación principal sino independiente a ésta, y iii) el garante o emisor de la garantía no puede oponer beneficiario ninguna de las excepciones y defensas que podría oponer alfiador.⁷⁰

Es importante destacar su carácter unilateral, produciendo efectos desde el momento de su exteriorización, sin necesidad de conformidad o aceptación por parte del beneficiario, reconociendo *“en la palabra dada o prometida por una persona una fuerza que, desde el momento mismo en que se exteriorizó, resulta potencialmente capaz de generar un vínculo jurídico con otro sujeto, que es indeterminado en su génesis, pero determinable en su desarrollo”*⁷¹

En el ámbito del comercio internacional existen disposiciones que regulan la práctica de estas garantías como ser en las "Reglas Uniformes para Garantías a Primer Requerimiento" de la "Cámara de Comercio Internacional" (CCI)⁷², y por los "Usos Internacionales Sobre los Créditos Contingentes"⁷³ establecidos la Resolución ISP-1998 de la "Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional"

- Seguro de caución (“Surety Bond”): El seguro de caución o garantía es un seguro emitido por una empresa aseguradora que se obliga a indemnizar al asegurado por los daños y perjuicios sufridos por el incumplimiento del tomador del seguro, sujeto a las condiciones dispuestas en la póliza. Si bien la garantía se instrumenta a través de un seguro, la Corte Suprema de Justicia se ha ocupado de resolver su naturaleza jurídica como un verdadero contrato de garantía: *“en este “tipo” de seguros, el asegurado encuentra en el asegurador un nuevo responsable que añade su responsabilidad a la del obligado primigenio, que se supone solvente y fiel cumplidor de sus obligaciones por tratarse de una entidad aseguradora. O sea, pertenece a los contratos de garantía cuyo objeto es la eliminación del riesgo de la mora (conf. Cám.Nac.Com. Sala B 23-10-1990 E.D, Tomo 142, pág. 481), que funciona a modo de fianza solidaria (conf. Eduardo J. del Grosso “El Seguro de caución” E.D. Tomo 35, pág. 839 y sigtes.), con la particularidad, que la diferencia de la fianza clásica, de estar subordinada a un evento dañoso e incierto (siniestro) que en el caso estaría dado por la falta de pago, insolvencia o morosidad en el cumplimiento por parte del tomador del seguro que hace emerger en plenitud la obligación del asegurador de pagar la deuda al asegurado en la medida de la suma asegurada”*.⁷⁴ De este modo se puede catalogar al contrato de seguro de caución como aquellos comprendidos dentro de los de los denominados contratos de garantía o crédito que garantizan al acreedor contra el riesgo de mora o de insolvencia del deudor⁷⁵. Dado su carácter de garantía accesoria parcialmente sujeta a las normas que regulan los

⁷⁰ Cfr. Gómez, Jorge Arturo, *La declaración unilateral de voluntad como fuente de las obligaciones en el Código Civil y Comercial de la Nación*, Eldial, DC20CE, Bs. As., 2016.

⁷¹ César Rivera, Julio y Medina, Graciela, *Código Civil y Comercial de la Nación Comentado*, Edit. Thomson Reuters - La Ley, Bs. As. 2014 p. 104

⁷² Brochure 758

⁷³ International Standby Practices

⁷⁴ Ministerio de Economía c/ Prudencia Cía. Argentina de Seguros Generales S.A. s/cobro”, del 30/6/92 (Fallos, 315:1406),

⁷⁵ conf. Del Franco, Alejandro, "Los seguros de caución", Revista del Colegio de abogados de La Plata, año XXXVI, N° 57, pág. 134

seguros⁷⁶, el asegurador deberá efectuar la denuncia del siniestro y acreditar los extremos del incumplimiento del comprador. El modelo de póliza de caución aprobado por la Superintendencia de Seguros de la Nación dispone como requisitos de cobro de la póliza, (a) la configuración de incumplimiento o la rescisión del contrato, (b) la intimación de pago otorgando 15 días de remediación y (c) la justificación fehaciente de los motivos del reclamo y (d) y la verificación de ocurrencia del siniestro. Cumplidos dichos requisitos, más allá del derecho de la aseguradora de requerir información adicional, el siniestro quedará configurado, no siendo necesaria ninguna otra interpelación ni acción previa contra los bienes del Tomador.

De acuerdo con lo expuesto, el seguro de caución es esencialmente un contrato de garantía estructurado bajo la forma y modalidad propia de un contrato de seguro. De esto modo, guardará las notas distintivas de la fianza con algunas particularidades propias emergentes del negocio jurídico de los seguros⁷⁷. En este sentido se ha afirmado que la finalidad propia de esta garantía es su ejecución expedita, razón por la cual la dilación de su ejecución desnaturalizaría la finalidad propia del instrumento⁷⁸

Como puede valorarse de lo desarrollado, el grado de liquidez y cobro de la póliza de caución es sustancialmente menor a aquel provisto por una garantía bancaria a primera demanda, por cuanto será necesario cumplir con una serie de requisitos adicionales. En contrapartida, y como beneficio al proyecto, el costo de estas garantías suele ser sustancialmente inferior. Por ello en ocasiones donde la calificación crediticia del comprador no resulta relativamente confiable, la póliza de caución aparece como una alternativa de costo eficiente.

En adición a las garantías mencionadas, las entidades financieras suelen requerir a su vez que el derecho a la Compensación de créditos (“Right to offset”) sea contemplado expresamente en los contratos a favor del desarrollador del proyecto y que implica la facultad de poder compensar cualquier deuda que tenga el contratista/cliente bajo el contrato particular, con una deuda emergente de cualquier otra relación jurídica. Bajo el derecho argentino, si bien existe la compensación legal de deudas bajo el art. 921 CCCN, el hecho de introducir una compensación facultativa⁷⁹ en los contratos mitiga el riesgo de que se cuestione el cumplimiento de los requisitos exigidos para la compensación por imperio de ley.

La compensación reviste una función de seguridad o garantía en favor del acreedor puesto que la figura permite a quien la invoca “pagar” o “cobrarse” con lo que lo debido, permitiendo la retención de las sumas o bienes adeudados y actuando así como una suerte de retención definitiva no condicionada a reclamación judicial ni

⁷⁶ El seguro de caución encuadra dentro de los seguros por cuenta ajena previstos en el art. 21 y ss de la Ley 17.418.

⁷⁷ Op.cit. Stratta, Manuel Ignacio

⁷⁸ Sobrino, Waldo, *Seguros y el Código Civil y Comercial*, 2da Edición actualizada y ampliada. Tomo II, La Ley, 2018 p. 819

⁷⁹ Art. 927 CCCN

tercerías de mejor derecho⁸⁰. El art. 922 del CCyCN distingue las distintas modalidades de compensación, entre la cuales enumera la legal, la convencional, la facultativa y la judicial.

La compensación legal opera de pleno derecho frente a la declaración de una de las partes, por imperio de la ley, frente al cumplimiento de los requisitos de reciprocidad en la relación acreedor-deudor, homogeneidad y libre disponibilidad de la cosa debida y exigibilidad sin posibilidad de oposición de defensa alguna. Lo expuesto, aunque el crédito carezca de liquidez o sea impugnado por el deudor⁸¹. En cuanto a la liquidez, ha sido omitida por el legislador dado “*lo excesivo que puede resultar no sólo la certeza en cuanto al crédito, sino la precisa determinación de la cantidad*”⁸².

Por otro lado, la compensación facultativa es aquella que depende exclusivamente de la voluntad de una sola de las partes, sin necesidad de aceptación o conformidad, resultando procedente cuando dicha parte renuncia alguno de los requisitos faltantes para configurar la compensación legal que juega a su favor. Dado que resulta necesaria la invocación del acreedor sus efectos nunca son retroactivos en tanto su declaración la que le da nacimiento – a diferencia de lo que ocurre con la compensación legal-⁸³.

La compensación judicial ocurre cuando el demandado es a la vez acreedor del actor y deduce contra éste una demanda de reconvencción para a obtener el reconocimiento, la liquidación de su crédito y consecuentemente la compensación con el del actor.

Finalmente, la compensación convencional atiende al principio vector del derecho privado sobre la autonomía de la voluntad y la libertad y se entiende como contrapartida a la facultad de las partes de excluir la compensación como medio de extinción de las obligaciones conforme lo dispone el art. 929 del CCyCN. La compensación convencional nace del acuerdo de voluntades, siendo las partes “*las que establecen las condiciones en que ella produce efecto, en tanto no cause perjuicios a terceros (...) no necesita[ndo] de regulación normativa alguna ni del cumplimiento de los requisitos exigidos para los otros supuestos [de compensación]*”⁸⁴. Dada la libertad de contratación que rige para las partes, éstas podrán aún pactar la extinción recíproca de los créditos aún sin que los mismos sean exigibles.

b) **Plazo:** Como regla general, las entidades financieras no aceptarán ningún plazo del PPA que no asegure el repago completo del proyecto, considerando un escenario

⁸⁰Pizarro, Ramón D., Vallespinos, Carlos G., *Instituciones de derecho privado*, tomo III, Ed. Hammurabi, Bs. As. 2007, p. 528 y 529

⁸¹ Art. 924 CCyCN

⁸² Clusellas, Eduardo G. *Código Civil y Comercial de la Nación. Comentado, anotado y concordado* - ISBN: 978-987-706-053-9, Ed. Astrea, Bs. As. 2015. p. 608

⁸³ Cfr. Salvat, *Tratado de Derecho Civil argentino, Obligaciones en general*, 3ª ed., Ed. Jesús Menéndez, 1935, p. 718.

⁸⁴ Op. Cit. Clusellas, Eduardo G, p. 605.

de producción en el P90⁸⁵. Sujeto a lo expuesto, el plazo del PPA está condicionado a la madurez del mercado; en mercado maduros los precios tenderán a la baja, mientras que en mercados en desarrollo es esperable una tendencia alcista de precios.

Esta regla parecería de sencilla aplicación frente al escenario de una comercialización exclusiva, en la cual será condición de contratación fijar un plazo en los términos indicados. En cambio, cuando la comercialización fuera diversificada, se presentan ciertos matices que deben ser tenidos en consideración a efectos de lograr una contratación eficiente en términos de beneficios y riesgos.

En este orden de ideas, en el marco de la contratación de varios PPA sobre un mismo activo de generación y frente a la necesidad de reducir el riesgo comercial mínimo, surge el interrogante respecto a la posibilidad de tomar cierto riesgo comercial y “cuanto riesgo es demasiado riesgo”.

Al diversificar la venta en varios PPA surge la posibilidad de fijar PPAs de plazo diferenciado, aún de muy corto plazo en relación con proyecto⁸⁶. Dependiendo la madurez del mercado y las expectativas de precio a futuro, ello puede traducirse en la posibilidad de obtener un mejor precio actual debido al menor plazo de contrato o bien mejores precios al momento de renovar los PPAs o salir a ofrecerlos al mercado más adelante. La incógnita será pues, ¿cuánto riesgo comercial estarán dispuestas a tomar las entidades financieras?

Pues bien, como primera medida debe existir la posibilidad de vender la energía en mercado a precio *spot*⁸⁷, lo que generalmente se denomina un período de “*merchant tail*”⁸⁸. De esta forma se logra mitigar el riesgo de no poder renovar o contratar con terceros la energía disponible tras el vencimiento del plazo de alguno de los PPAs, obteniendo a lo sumo un menor precio. En mercados de energía maduros, las entidades financieras se han mostrado proclives a aceptar ciertos riesgos comerciales vinculados a la venta de la energía en el mercado *spot*⁸⁹, aunque de forma limitada en

⁸⁵Las fuentes de generación renovable están sujetas a diversos factores externos que puedan afectar su eficiencia y su capacidad de generar energía. A efectos de poder estimar la energía que el activo podrá entregar, se utilizan modelo probabilístico que toman las especificaciones de las unidades, las condiciones específicas del sitio de emplazamiento para lograr modelar una curva esperada de rendimiento. Los rangos de incertidumbre son presentados como una distribución probabilística, en donde el P90 representa el 90% de las mediciones/ escenarios representados. En general las entidades financieras exigen tomar el escenario más conservador de todos (P90 – percentil 90%).

⁸⁶ Se podrían plantear esquemas de PPAs de entre 1 y 15 o 20 años

⁸⁷ No existe una terminología en español para el vocablo *spot*. El mismo se vincula a la inmediatez y espontaneidad de la operación. En el sentido aplicado se refiere al precio vigente en el momento dado de mercado. Por su parte, el diccionario de Cambridge define el término *spot* como algo a ser entregado en forma inmediata

⁸⁸ Al igual de otros términos específicos de la industria, el presente no tiene una traducción literal al idioma español. El *merchant tail* se refiere al período durante el cual un Proyecto no tiene un contrato de compraventa vigente para su producción y por tanto vende en forma *spot* a los precios vigentes en el mercado; podría entenderse como “la cola del proyecto pendiente de comercialización”

⁸⁹ Véase la transcripción de la exposición del panel de Ted Brandt, Alexander Krolick, y Jonathan Kim en la 30th Conferencia Annual de “Energy and Finance en-en <https://www.projectfinance.law/publications/financing-in-an-era-of-shorter-ppas>)

la medida que la mayor cantidad de energía del proyecto se encuentre comprometida con terceros⁹⁰

Adicionalmente se puede pensar en la ejecución de operaciones de cobertura o *hedging*⁹¹ que permitan asegurar, durante un plazo extenso, un precio mínimo -claro está a expensas de un limitar un precio máximo -. Esta operación normalmente se conoce como “*Price collars*”⁹².

- c) **Fecha de Inicio / COD comprometida:** Los contratos de PPA inician en su vigencia en una fecha cierta que se fija en concordancia con la expectativa de entrada en operación regular y continuada del activo, situación que ocurre una vez alcanzada la habilitación comercial del proyecto y obtenida la recepción provisoria de la obra⁹³. A fin de mitigar y/o trasladar el riesgo vinculado a retrasos en la finalización de la construcción y puesta en marcha del activo, se suele disponer un plazo libre de penalidades y responsabilidades para el propietario del activo para el supuesto que no se alcance la fecha de habilitación comercial en el tiempo esperado. Dicho requisito es usualmente exigido por las entidades financieras atento que es esperable tener demoras en los proyectos. Será cuestión de análisis particular cual resultará ser la ventana razonable entre la fecha programada de terminación de la obra y la comprometida como inicio de la provisión.

Desde el punto de vista del comprador, las consecuencias de una demora en el inicio del suministro pueden causarle un perjuicio en precio o bien, en el caso de argentina, por la imposición de sanciones por no cumplir con el cupo mínimo de consumo de

⁹⁰ Cfr S&P Market Intelligence, “*Merchant tails on renewable assets a growing concern for power finance sector*”, web: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/merchant-tails-on-renewable-assets-a-growing-concern-for-power-finance-sector-57108413>

⁹¹ “*La cobertura podría definirse, en general, como una técnica financiera que intenta reducir el riesgo de pérdida debido a movimientos desfavorables de precios en materia de tipos de interés, o tipos de cambio, consistente en tomar una posición a plazo que sea equivalente u opuesta a otra posición existente o anticipada sobre el mercado al contado. Las operaciones de cobertura, entonces, son aquellas dirigidas a anular o reducir el riesgo de un activo o pasivo financiero en posesión de una empresa o de un particular.*” (Operaciones de cobertura: La Corte confirma procedencia del cómputo de quebrantos – Publicación de Marval O Farrell & Mairal, 29 de septiembre de 2017) web: <https://www.marval.com/publicacion/operaciones-de-cobertura-la-corte-confirma-procedencia-del-computo-de-quebrantos-13062&lang=es>

⁹² “Si bien puede parecer complejo, un collar de consumidor es simplemente la combinación de adquirir una opción de compra y vender una opción de venta, creando así un techo y un piso. Por el contrario, un collar de productor es la combinación de adquirir una opción de venta y vender una opción de compra. A menudo, las opciones están estructuradas de tal manera que la prima de la opción comprada se compensa completamente con la prima de la opción vendida, una estructura conocida como collar sin costo. Como ejemplo, consideremos un collar sin costo de gas natural NYMEX con un techo de \$ 4.50 (opción de compra) y un piso de \$ 3.50 (opción de venta). Porque un productor de gas natural está protegido contra precios que caen por debajo de \$ 3,50, mientras que su ventaja se limitaría a \$ 4,50. Entre \$ 3.50 y \$ 4.50, el productor estaría vendiendo su producción al precio actual de mercado. Por el contrario, un consumidor de gas natural se enfrentaría a la situación opuesta, estaría protegido contra los precios que suban por encima de \$ 4,50 mientras que su desventaja se limitaría a \$ 3,50. Asimismo, entre \$ 3.50 y \$ 4.50, el consumidor estaría pagando el precio actual de mercado). (Energy Hedging 101 – Collars – Mercatus Energy Advisors – <https://www.mercatusenergy.com/blog/bid/57324/energy-hedging-101-collars>)

⁹³ Las obras de infraestructura energética generalmente son recibidas provisoriamente por el comitente, a fin de corroborar su calidad constructiva, confiabilidad y performance durante un plazo de garantía determinado, de acuerdo con el artículo 1272 del CCyCN

energías renovables en un año determinado⁹⁴. Más aún, el comprador también puede estar simplemente interesado en contar con la energía “verde”⁹⁵ por políticas corporativas o bien para el cumplimiento de objetivos de sustentabilidad. Por las razones que fuera, es habitual que los compradores exijan la definición de penalidades diarias por demoras bajo la forma de daños liquidados (monto fijo diario) como compensación total por el incumplimiento del plazo comprometido. Es importante destacar que, *“los prestamistas desconfiarán de un calendario apretado donde existe el riesgo de daños liquidados que no estén adecuadamente asegurados por la contingencia del presupuesto de construcción o el apoyo del sponsor por medio de la garantía de exceso de costos. Cuando el riesgo es la pérdida de la REPA, la preocupación de los prestamistas será mucho mayor”*⁹⁶. Por ello, un PPA financiable debe tener consistencia entre las disposiciones de fuerza mayor (que permitan trasladar demoras constructivas “fuera del control” del propietario del proyecto) y el pacto comisorio (que permitan un plazo suficiente de cura para retardar la terminación del contrato por retrasos en el inicio del suministro).

Eventualmente, las penalidades por demoras en el inicio de las entregas bajo el PPA deben encontrarse alineadas con las penalidades dispuestas en el contrato de construcción por la demora en la finalización de los trabajos. Dichas penalidades serían aplicables al propietario del proyecto sólo luego de vencido el “plazo de gracia” indicado en el párrafo precedente. Dichas penalidades, como otras dispuestas en el contrato, deben ser preferentemente sustitutivas de la indemnización y comprensivas de cualquier tipo de compensación debida al cliente por la demora, en los términos del art. 793 del CCyCN⁹⁷. Lo expuesto por cuanto se debe conocer con certeza el riesgo asumido, permitiendo, en la medida de lo posible, trasladar dicho riesgo al constructor.

En este supuesto se busca que la cláusula penal tenga una función indemnizatoria y no compulsiva, y por tanto, resulte sustitutiva de la indemnización debida siendo que la pena desplaza la obligación indemnizatoria.

Es importante destacar que en el supuesto que la cláusula penal proporcionalmente razonable en contraste con los verdaderos daños causados indemnizables, el tribunal tiene la potestad de *“reducir las penas cuando su monto desproporcionado con la gravedad de la falta que sancionan, habida cuenta del valor de las prestaciones y demás circunstancias del caso, configuran un abusivo aprovechamiento de la situación del deudor”*⁹⁸. El análisis de desproporcionalidad de la pena se vincula con: *“(i) la gravedad de la falta que sanciona (o sea, el grado de reproche que merece del*

⁹⁴ Artículos 8 a 12 de la Ley 27.191

⁹⁵ Un ejemplo de esto es el “Toyota Environmental Challenge 2050” a través del cual la compañía ha dispuesto el compromiso de, entre otras líneas de acción, todo el suministro energético para sus fábricas provenga de energías de fuentes renovables. En ese marco es que actualmente Toyota provee con energía renovable el 100% de sus consumos en sus operaciones en Argentina. Dicho compromiso excede ampliamente el consumo obligatorio de renovables dispuesto en la Ley 27.191.

⁹⁶ Beshara, Adel, *USER'S GUIDE for The Power Purchase Agreement (PPA) Model for Electricity Generated from Renewable Energy Facilities*, RCREE (Regional Center for Renewable Energy and Energy Efficiency) 2012 (<https://www.rcreee.org/>) p. 7

⁹⁷ Art. 793 CCyCN

⁹⁸ Art. 794 CCyCN

deudor que no ha cumplido); (ii) el valor de las prestaciones (osea, tiene que haber una diferencia grosera entre la obligación y la pena) y (iii) las demás circunstancias del caso (p.ej. la situación económica de las partes)”⁹⁹

Nuestra jurisprudencia cuenta con un amplio desarrollo de precedentes que permiten integrar y delimitar las nociones en torno a los art. 793 y 794 del CCyCN¹⁰⁰. También es de destacar que esta facultad judicial de morigerar la cláusula penal debe ser ejercida de manera excepcional y con excesiva prudencia¹⁰¹.

Otra medida a considerar, a fin de mitigar el riesgo de inicio tardío del suministro, es que el PPA recepte las mismas causales de eximición de responsabilidad por causas ajenas a las Partes del contrato de obra, como ser situaciones de clima o fuerza mayor. En general se excluyen las demoras causadas por el Comitente o el Constructor porque son riesgos que asume el propietario del proyecto y difícilmente puedan ser trasladados al cliente.

Además, suele ser requerido por los prestamistas que el derecho del cliente a la resolución del PPA por incumplimiento de la fecha de inicio, sólo pueda ser ejercido en la medida que la demora sea de un plazo considerable. En este sentido es sugerible remarcar en los términos del art. 1084 del CCyCN¹⁰² que se considerará como incumplimiento esencial un cierto plazo de demora, o bien incluir el plazo de demora como parte del pacto comisorio expreso.

Finalmente, una disposición bien vista por los prestamistas, en la medida de la posibilidad técnica (y regulatoria) y la conformidad del comprador, es prever en el PPA la posibilidad de iniciar total o parcialmente el suministro con parte de la instalación comisionada y en marcha. De esta forma se inicia el despacho de energía en forma previa a la habilitación comercial de toda la instalación

- d) **Precio:** Como se ha hecho mención en otras secciones de este trabajo, la bankabilidad del PPA viene dada por su capacidad de asegurar un flujo continuo y predecible de ingresos por la venta de energía. Con este espíritu es que la preferencia de las entidades financieras suele ser establecer un precio fijo e inalterable por toda la vida del contrato en moneda dura (usualmente en USD/MWh)¹⁰³. En este sentido, *“es importante que los ingresos de cualquier PPA, sea de “Tomar o Pagar” o*

⁹⁹ Venegas, Patricia P., *Derecho de daños en el Código Civil y Comercial*, SBN: 978-987-706-226-7 Ed. Astrea, 2018 p.93

¹⁰⁰ A modo de ejemplo, se ha resuelto que el derecho de las partes a regular su contrato no es absoluto y, por ende, las disposiciones en materia de cláusula penal pueden ser dejadas de lado si se afectan principios de orden superior (CNCIV, Sala F, “Puceiro, Ricardo Daniel v. Arrua, Marta Ofelia”, 17/09/2019, Sala H, “Rant Pazos, Pablo Ricardo v. Compañía Panamericana del Oeste SA”, 12/02/2019), o también se ha resuelto que la cláusula penal será considerada abusiva si otorga al acreedor una ventaja económica desproporcionada e injustificada (CFedCivCom, Sala III, “Aguila Refractarios S. A. v. Hierro Patagónico de Sierra Grande S. A. Minera”, 10/10/1996) y que, para analizar la razonabilidad de la pena, debe considerarse la importancia del incumplimiento, sus resultados, el valor del contrato y el daño sufrido (CNCIV, Sala K, “Coppola Libetta, Marco Fabio v. Oliva, Donald”, 28/11/2018)

¹⁰¹ CNCIV, Sala F, “Puceiro, Ricardo Daniel v. Arrua, Marta Ofelia”, 17/09/2019, Sala H

¹⁰² Art. 1084. CCyCN

¹⁰³ De acuerdo con lo dispuesto en el art. 9 de la ley 27.191, el precio no puede ser mayor a USD 113/MWh.

“Tomar y pagar”, sea un monto fijo por kWh generado, para cubrir adecuadamente los costos de operación de la instalación, reparar la deuda y proveer un razonable retorno sobre el capital”¹⁰⁴.

En muchos casos se dispone únicamente un ajuste de precio por inflación anual o un porcentaje fijo de incremento anual. A diferencia de lo que sucede en proyectos de generación térmica a base de combustibles fósiles (que tienen un costo variable de producción asociado al combustible), los costos de los proyectos de energías renovables son generalmente fijos casi en su totalidad. El costo de la deuda se encuentra establecido en el contrato de préstamo y los servicios de operación y mantenimiento en general se disponen forma fija en un contrato de largo plazo¹⁰⁵. De este modo, la incertidumbre sobre los volúmenes de producción se transforma en una de las principales variables del project a ser atendidas por el desarrollador y los prestamistas. Introducir complicaciones en el precio, desvirtúa el beneficio de la simplicidad que otorgan estos proyectos sobre el particular.

Así, no solo es poco habitual fijar el precio mediante fórmulas de ajuste de revisión, sino también es frecuente que en los PPA de largo plazo se traslade al comprador el riesgo de variaciones regulatorias o impositivas futuras de las condiciones tenidas en consideración al momento de fijar el precio del PPA.

En este sentido, el precio fijado en el PPA representará los costos y gastos actuales del generador al momento de celebrar el contrato, representados por la normativa vigente al momento de celebrar el Contrato¹⁰⁶. Si se produjera un cambio en la legislación, de cualquier tipo que fuera, y ello tuviera un impacto en los costos del propietario del proyecto, el precio del PPA se deberá ajustar equitativamente para reflejar dicho cambio de condición. *“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”¹⁰⁷.*

En los PPA de corto plazo, el riesgo de alteración del marco legal resulta un riesgo más manejable, principalmente por la duración más acotada del contrato. Esta disposición es normalmente conocida como la cláusula de “cambio de ley” o *change in law* se suma a las condiciones que ordinariamente son requeridas por las entidades

¹⁰⁴ Véase Op. Cit World Bank Group, p. 2

¹⁰⁵ En los esquema de “Servicio completo”, el tecnólogo define un listado de repuestos obligatorios a mantener en el sitio y propone un monto único, cerrado y total por todos los servicios, reparaciones y repuestos que fueran necesarios durante toda la vida del Contrato, el cual se abona a partir de un flujo de fondos acordado por las partes.

¹⁰⁶ Salvo aquellos costos que expresamente las Partes excluyan del precio, principalmente debido a su variabilidad, a modo de ejemplo en Argentina, suele ser habitual el reconocimiento al generador de los cargos fijos de transporte y de regulación primaria de frecuencia asociados a la generación y cogeneración por fuera del Precio de la energía (como adicional)

¹⁰⁷ Op. Cit –Martínez de Hoz(H), José y Blanco, Marcos Año 2018

financieras como forma de resguardar al proyecto de eventualidades futuras y asegurar la previsibilidad del flujo de fondos del mismo. Como regla general, “*el cambio de ley, sea de aplicación general o con intención de discriminar al sector, que incrementa los costos del propietario del proyecto es generalmente tratado como un riesgo del comprador (...)*”¹⁰⁸

“Existen diversas formas de redactar la cláusula de cambio de ley. Una buena forma de hacerlo para capturar la naturaleza del ajuste requerido es prever que el contrato se deberá ajustar de forma tal que el generador no se encuentre ni mejor ni peor como resultado del cambio(...)”¹⁰⁹

Se debe considerar si incluir dentro de la noción de cambio de ley solo aquellas modificaciones que impacten en el suministro de energía o también aquellas que impacten en los costos constructivos. En los PPA suscriptos con el estado sería posible además incorporar como Cambio de Ley las modificaciones al impuesto a las ganancias y/o a la distribución de dividendos; funcionando en la práctica como una suerte de garantía de estabilidad fiscal sobre el contrato.

Frente a eventos exógenos que impacten en los costos, distintos al cambio de ley se espera que cada una de las partes asuma el riesgo y absorba sus propios costos. Tal es así que es habitual que se disponga la renuncia de las Partes a reclamar cualquier tipo de ajuste del precio del contrato basado en la teoría de la imprevisión o frustración de la finalidad del contrato. Sobre este aspecto, y para mitigar cualquier planteo de invalidez de la renuncia anticipada del instituto de la imprevisión es sugerible listar ciertos eventos específicos de modo tal de descalificar los mismos como imprevisibles¹¹⁰.

Es importante recordar que bajo el instituto de la imprevisión y en los términos del art. 1091 del CCyCN, se adquiere el derecho de plantear extrajudicialmente o solicitar judicialmente la adopción de diversas medidas para remediar la ruptura del equilibrio de valor entre las prestaciones del contrato (equilibrio funcional), cuando ésta se produce una onerosidad excesiva a alguna de las partes y fuera causada por eventos extraordinarios sobrevenidos por causa ajena a las partes.¹¹¹ “*La onerosidad contractual es una cuestión que debe ser analizado a la luz de la proporción o equivalencia objetiva de las prestaciones, desde la génesis de la relación hasta el momento en que se invoca. Es un cambio económico donde deben tomarse en cuenta también valoraciones subjetivas*”¹¹².

¹⁰⁸ Viner, Graham D y Gareth, Price, *Project Finance: A Legal Guide — Third Edition*, Sweet & Maxwell Limited, London, 2006 p. 126-127:

¹⁰⁹ Wallace, P. *Long Term Power Purchase Agreements: the factors that influence contract design*, Simons & Simons LLP, 2019: (<https://files.simmons-simmons.com/>).

¹¹⁰ Mosset Iturraspe, Jorge; *Interpretación económica de los contratos*, Editorial Rubizal-Culzoni, Santa Fe 1994, p. 295

¹¹¹ Cfr. Ríos López, Carlos Alberto, *Sistema de la responsabilidad*, Ed. Astrea - ISBN: 978-987706-302-8, Bs. As., 2019, p. 380 a 382

¹¹² Op. Cit Ríos López, Carlos Alberto

Por su parte, la noción de frustración de la finalidad receptada en el art. 1090 del CCyCN¹¹³, autoriza a la parte perjudicada a resolver el contrato frente a un cambio extraordinario de las circunstancias existentes al tiempo de celebración del contrato que es ajena a las partes y que supera el riesgo asumido por la parte que es afectada. Lo que se ve afectado aquí es la causa fin del contrato o razón de ser relevante, que resulta variable según el contrato y las partes contratantes. En definitiva, contempla supuestos “*en que se ve impedida, frustrada, la razón de ser, el motivo determinante, de un contratante*”¹¹⁴

Como puede apreciarse, ambos institutos dependen de situaciones externas cuya valoración tiene un alto grado de subjetividad, causando incomodidad e incertidumbre a los prestamistas. Por lo expuesto, la preferencia es renunciar (en general bilateral) a estos institutos legales y correr el riesgo de la afectación económica del proyecto. En otras palabras, es preferible asumir los riesgos al impacto de económico de la ocurrencia estos eventuales e improbables eventos, que afrontar la disputa sobre un ajuste o resolución de contrato causado por los mismos.

- e) **Pago:** Las entidades financieras requerirán que la forma de pago sea consistente con los compromisos de pago de deuda y los costos del propietario del proyecto, buscando minimizar cualquier descalce en las condiciones de pago y cobro y la menor exposición posible al riesgo cambiario.

Habitualmente, el financiamiento proviene de prestamistas extranjeros y se otorga en moneda extranjera a pesar de que los ingresos del proyecto generalmente están denominados o bien son abonados en moneda local. Cuando el tipo de cambio entre la moneda de los ingresos y la moneda de la deuda divergen, el costo de la deuda puede aumentar para captar el mayor nivel de riesgo emergente del posible desfasaje cambiario, ello “*aunque bajo la teoría de la paridad del poder adquisitivo, las presiones inflacionarias sobre la moneda devaluada eventualmente harán que el tipo de cambio vuelva a la paridad, los prestamistas de financiamiento de proyectos generalmente no están preparados para esperar tanto tiempo (con períodos promedio de alrededor de 10 años)*”¹¹⁵. De este modo, “*Cuando los ingresos se obtengan en una moneda distinta de aquella en la que está denominada la deuda, los prestamistas querrán ver que el flujo de ingresos se ajuste para compensar cualquier cambio relevante en el tipo de cambio o devaluación. Si esto no está disponible, los prestamistas querrán ver acuerdos de cobertura adecuadamente sólidos o algún otro mecanismo para administrar el riesgo de cambio de moneda*”¹¹⁶.

Por lo expuesto, si la moneda de pago no es coincidente con la moneda de la deuda, el contrato debe prever mecanismos de pago que resguarden y mitiguen el riesgo cambiario. Al autorizar la cancelación del pago mediante el uso de monedas distinta a las nominadas en el precio se debe prever especialmente el tipo de cambio

¹¹³ El CCyCN en los art. 1075 y 1775 también recepta el principio de frustración de la finalidad.

¹¹⁴ Gastaldi, Jose María, *La frustración del fin del contrato y el nuevo código*, Revista del Colegio Público de Abogados de la Ciudad de Buenos Aires T75, 2015, p. 79

¹¹⁵ World Bank Group, PPLRC (Public-Private-Partnership-Legal-Resource-Center) *Risk Allocation, Bankability and Mitigation in Project Financed Transactions*, 2019 (<https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/financing/risk-allocation-mitigation>)

¹¹⁶ Op. Cit. World Bank Group, *Risk allocation*...

aplicable y clarificar expresamente que la facultad de cancelación en un moneda local no altera la obligación de dar sumas de dinero en moneda extranjera; más aún en el supuesto que el país no permita la facturación en moneda extranjera. Esta facultad de cancelación de deuda en moneda de curso legal no produce la novación de la deuda, sino que la misma se mantiene en la moneda nominada para el precio, aún en el supuesto que la facturación se emita en moneda de curso legal. Si bien, en la actualidad la AFIP ha autorizado la emisión de facturas en USD o EUR cancelables en pesos a un tipo de cambio determinado, se deberá clarificar en el PPA que el eventual hecho de no poder facturar en dichas monedas no convierte la deuda de dar sumas de dinero en moneda extranjera a dar sumas de dinero en moneda de curso legal. Por ello, de recurrir a la nominación de una tasa de interés por mora en el Contrato utilizando tasas de referencia, se deben utilizar tasas de referencia para deuda en dólares (por ejemplo, LIBOR) y no tasas referenciales para moneda local (por ejemplo, BADLAR).

En caso de silencio en el contrato, vale recordar facultad del deudor bajo el art. 765 del CCyCN de liberarse mediante el pago en moneda de curso legal. La aplicación llana de este instituto trae aparejado el problema de la falta de definición del tipo de cambio aplicable¹¹⁷. Asimismo, si bien difícilmente se pacte el pago en moneda extranjera en Argentina, dadas las condiciones macroeconómicas, regulaciones cambiarias y de acceso al mercado de divisas y el hecho de que los ingresos de los clientes en la generalidad están fuertemente atados a moneda local, de acordar las partes el pago exclusivo en moneda extranjera legal, se deberá efectuar la renuncia expresa al art. 765 CCyCN.

El otro aspecto por contemplar en el contrato es el tipo de cambio aplicable para la conversión, el cual debe fijarse en la fecha más próxima a la fecha de efectivo pago, no solo para evitar especulaciones sino para reducir cualquier brecha cambiaria. Es habitual que, más allá del tipo de cambio consignado en la factura, el tipo de cambio aplicable al pago resulte aquel vigente al cierre de las operaciones del día anterior a la fecha del efectivo pago, utilizando el tipo de cambio “vendedor” por cuanto éste representa el costo de adquisición de la moneda extranjera. Además, se deberá atender a los tipos de cambio referenciales tomados en los demás contratos del propietario del proyecto para evitar descalces entre los cobros y los pagos, considerando que muchas veces las monedas tienen diversos tipos de cambio de referencia (mayorista, minorista, billete, divisas, etc.)¹¹⁸

Respecto a la tasa de interés por mora, la penalidad por el pago retrasado debe ser equivalente al costo del financiamiento del propietario del proyecto, más allá que, además, deba ser más elevada que el costo de financiamiento del cliente para desalentar cualquier conveniencia en el retraso de los pagos. Por ello suele nominarse en el contrato una tasa de interés cierta que permita a las partes conocer anticipadamente el costo del incumplimiento del pago y asegure la equivalencia de

¹¹⁷ Hay varios vacíos que deben integrarse como ser, el tipo de cambio vigente de qué día, si es al cierre de operaciones o no, el tipo de cambio a tomar de referencia, a saber, mayorista, minorista, vendedor, comprador, divisa o billete.

¹¹⁸ Una práctica habitual es abonar con el tipo de cambio Vendedor Billete/Divisa BNA del día anterior a la fecha de la factura y luego efectuar los ajustes por diferencia de cambio con el mismo tipo de cambio del día anterior a la fecha de pago.

tasas. Dada la larga duración del contrato y la fluctuación del costo del capital en el tiempo, generalmente se establece la tasa de interés por mora utilizando una tasa de referencia de mercado.

Una mención particular debe efectuarse sobre la tasa LIBOR considerando que la autoridad financiera del Reino Unido ha anunciado que para finales del año 2021 ya no sería obligatorio para las entidades financieras vinculadas a dicho sistema financiero remitir información sobre las tasas de interés interbancarias al ICE *Benchmark Administrator* (“ICEBA”), la publicación de la tasa LIBOR podría verse afectada, sea porque la publicación de la tasa LIBOR fuera discontinuada o bien porque las tasas LIBOR ya no resulten una tasa de referencia válida. A partir de ello es esperable que las entidades financieras requieran algún tipo de solución contractual ante la falta de LIBOR, disponiendo una tasa alternativa o la obligación de las Partes de negociar y acordar de buena fe una tasa de interés de referencia similar, de equivalencia económica y de análogo volumen y liquidez..

Finalmente, respecto al pago, cabe resaltar un requerimiento típico de las entidades financieras, que buscan evitar la suspensión o resolución anticipada del PPA por incumplimiento del propietario del proyecto, sin antes tener la posibilidad de remediar dicha situación. Esta facultad se refiere al Período de Cura de incumplimiento solicitado por las entidades financieras y que es concebido de alguna manera como un *step-in right*¹¹⁹ de segundo grado, estipula la renuncia a ejercer derechos de suspensión y/o resolución del contrato sin otorgar un plazo previo de cura o remediación del incumplimiento a favor de los prestamistas. En general los prestamistas son renuentes a intervenir en la cura de un incumplimiento de su deudor salvo que dicha remediación estuviera limitado a cumplir una obligación de pago. En el ámbito del derecho argentino esta cláusula equivaldría a una renuncia temporal a la suspensión del cumplimiento¹²⁰ y a la tutela preventiva¹²¹, una regulación contractual del pacto comisorio¹²². El período de cura no equivaldría al período de emplazamiento bajo el art. 1088 CCyCN, puesto que en dicho supuesto la terminación se produce de pleno derecho, mientras que en el período de cura el pacto comisorio aún no comenzó a ejecutarse.

- f) **Energía Contratada:** La compraventa de la energía es el objeto del PPA, hace a la esencia de este y a su vez diferencia esta compraventa de cualquier otra. Un primer aspecto por considerar es que la producción de un proyecto de energías renovables tiene cierto grado de incertidumbre en cuanto a su producción futura y por tanto ¿Cómo se define la cantidad de energía que se comprometerá con terceros? ¿Cuál es la perspectiva de los prestamistas al respecto?

A partir de simulaciones que toman el rendimiento de las unidades de generación y las condiciones específicas del lugar (*Site Specific Assessment*¹²³) se puede elaborar

¹¹⁹ Derecho de las entidades financieras de reemplazar al propietario en su posición contractual y tomar control del proyecto por sí, o través de un tercero designado por ellos.

¹²⁰ Art. 1031 CCCN

¹²¹ Art. 1032 CCCN

¹²² Art. 1077 y ss CCCN

¹²³ El *Site Specific Assessment* es un estudio que se realiza en el sitio que permite verificar, en base al diseño y modelo de los generadores, el rendimiento esperado y la seguridad de estos, considerando las condiciones del sitio vinculadas al recurso eólico.

un modelo probabilístico de producción de energía a futuro. Como se ha referido habitualmente, las entidades financieras usualmente exigen que el diseño del proyecto tome como referencia el P90, dado que el mismo representa una medida razonable de bajo riesgo de ocurrencia del escenario de producción planteado.

En segundo lugar, las características propias de la electricidad definen la estructura particular del PPA y las soluciones previstas en él, en particular respecto a las obligaciones principales de producción, entrega y pago de la energía. Como se ha mencionado, la energía renovable tiene cierta incertidumbre en su producción ya que depende de varios factores externos no controlables (el agua, el sol o el viento), no puede ser almacenada y depende de terceros -monopolios- para su transporte. De este modo, *“el punto importante a considerar para el diseño del contrato es que la electricidad no es un objeto físico. En cambio, es un flujo de electrones que viaja por un cable que conecta la estación generadora que produce la energía con el consumidor que la utiliza. La electricidad es también un bien fungible. No es posible identificar un flujo específico de electrones de un lugar a otro. Una cantidad de energía es simplemente puesta en la red en un punto y otra cantidad equivalente de energía es tomada por el consumidor en otro punto de salida (...)”*¹²⁴

Todo ello configura caracteres propios que requieren de soluciones contractuales específicas.

- **Energía mínima comprometida:** Se refiere a la cantidad mínima de energía que el vendedor, salvo eventos no imputables a éste¹²⁵, debe poner a disposición¹²⁶ del comprador, en promedio, durante un período de tiempo determinado. En caso de falta de cumplimiento en dichas cantidades el vendedor asume la obligación de pagar, según lo disponga el contrato, el costo de la energía no entregada o bien el mayor costo para el comprador para obtener un suministro de reemplazo¹²⁷. Vale destacar que la obligación es dual¹²⁸, y en este sentido la falta de disponibilidad de la energía no configurará un incumplimiento en la medida que el vendedor cumpla su obligación de “pagar”¹²⁹. Es un punto muy relevante a la hora de establecer el pacto comisorio.

En lo referente al plazo, el mismo es libremente pactado por las partes y en general suele ser mensual, semestral o anual; pudiendo coincidir o no con el plazo establecido para la energía mínima contratada. Por patentes razones, la preferencia del vendedor será contar con un plazo más extenso por cuanto ello le permite promediar en el mayor plazo las caídas de producción que sufra en días

¹²⁴Op. Cit. Wallace P.

¹²⁵ Según se defina en el contrato, en general vinculado a situación de fuerza mayor, restricciones de transporte y/o restricciones impartidas por órganos de gobierno y/o entes reguladores

¹²⁶ Es de destacar que la obligación del vendedor es poner la energía a “disposición o pagar” para la toma del comprador, en tal sentido la obligación principal de este no es la entrega física de la energía sino tener la misma disponible para el consumo del comprador o bien pagar en los términos del contrato.

¹²⁷ Desde ya las condiciones particulares de venta depende de cada contrato, pero en líneas generales se puede afirmar que la consecuencia del incumplimiento del vendedor es el reconocimiento del mayor costo del suministro de reemplazo, generalmente limitado a un monto máximo equivalente al valor del energía no suministrado o similar.

¹²⁸ “Poner a Disposición o Pagar son ambas obligaciones principales y excluyentes

¹²⁹ Se conoce esta cláusula como “*Deliver or Pay*” o “DOP”

determinados. Las entidades financieras prestan especial atención sobre los compromisos asumidos por el vendedor. Considerando el riesgo asociado a la variabilidad de producción de energía, compromisos generación por períodos mensuales no suelen ser aceptados salvo que se cuenten con suficiente margen en las cantidades comprometidas, que mitiguen el riesgo de incumplimiento. De conformidad con lo expuesto, “*los prestamistas desearán asegurarse de que la potencia de salida prevista para las instalaciones de ER [Energía Renovable] caiga cómodamente por encima del piso. Cualquier preocupación con la volatilidad de la generación basada en un análisis de probabilidad, podría dar lugar a que los prestamistas impongan un índice de cobertura del servicio de la deuda más estricto como condición para el financiamiento (es decir, reduzcan el apalancamiento del proyecto) o impongan una mayor reserva de cobertura del servicio de la deuda.*”¹³⁰

En algunos PPA la falta de disponibilidad de los volúmenes mínimos comprometidos en forma prolongada en el tiempo (o en forma sucesiva en varios períodos) otorga el derecho a la resolución anticipada del PPA.

Otro aspecto clave a resolver en el PPA es aquel referido a congestiones de transmisión, exigencias de la transportista / distribuidor o bien situaciones de emergencia o fuerza mayor (*curtailment*¹³¹). Un PPA financiable debe resolver cómo se distribuye entre las partes el riesgo de *curtailment* del proyecto. A mayor probabilidad de ocurrencia, mayor será el interés de los prestamistas de trasladar en mayor o menor medida el mismo al comprador.

Las disposiciones de *curtailment* de los PPAs son examinadas muy de cerca por los prestamistas a fin de verificar si las mismas asignan apropiadamente el costo y la responsabilidad por dichos eventos. Los PPA pueden diferir en las soluciones sobre los eventos de *curtailment*. Así, por ejemplo, algunos PPA disponen que el comprador debe pagar independientemente de la razón de la reducción en la provisión, en la medida que la misma hubiera estado disponible. En cambio, otros PPA, el comprador paga por la energía disponible solo si el *curtailment* es atribuible al comprador (caso posible sólo en PPAs físicos), pero no si el mismo se produjo debido a una emergencia, evento de fuerza mayor u otro evento de afectación al sistema de transmisión. En otros PPA, por ejemplo, el *curtailment* no atribuible al comprador, es considerado un evento de fuerza mayor, eximiéndose las partes de sus obligaciones de toma y entrega.

En Argentina, a partir del tratamiento de prioridad de despacho que reciben las energías renovables de fuente intermitente (solar / eólica) por sobre la generación térmica, no existe un riesgo de *curtailment* por competencia con otras fuentes de energía no renovable¹³². Dado que el riesgo de *curtailment* queda latente por

¹³⁰ Ob. Cit Beshara Adel, p. 11

¹³¹ El término se refiere en forma genérica a restricciones en el acceso a la capacidad de transporte que no permiten despachar la energía por toda la potencia disponible. El diccionario de Cambridge (dictionary.cambridge.org) define el término como “*la acción o hecho que reduce o restringe algo*” (the action or fact of reducing or restricting something)

¹³² Art. 18 de la ley 27.191, equipara el tratamiento de despacho de la generación renovable intermitente a las hidroeléctricas de pasada.

competencia con otros proyectos renovables que utilicen el mismo transporte, el gobierno federal dispuso a través de la Resolución MEyM 281/2017 la posibilidad de obtener una prioridad de despacho por sobre otros proyectos renovables destinados al MATER (sin prioridad)¹³³, ante a congestiones del sistema de transmisión ya sea del punto de interconexión como de los corredores de transporte a los que se vincula. Dicha prioridad se mantendrá hasta tanto se ejecuten las ampliaciones del sistema de transmisión eléctrica necesarias para alcanzar una disponibilidad de transporte que elimine la situación de congestión en la red. Dado que el otorgamiento de la prioridad de despacho depende del cumplimiento de diversos requisitos, varios proyectos renovables no cuentan con este beneficio. Para aquellos que lo han obtenido, el *curtailment* no aparece como un factor de riesgo en los PPA (a pesar de que, para mayor resguardo suele ser tratado, al menos, como un evento excusable de cumplimiento para el vendedor¹³⁴)

- Energía mínima contratada: Se refiere a la cantidad mínima de energía que el comprador, salvo eventos no imputables a éste¹³⁵, se compromete a tomar o bien pagar al vendedor, en promedio, durante un período de tiempo determinado. En caso de falta de cumplimiento en dichas cantidades el comprador asume la obligación de pagar, según lo disponga el contrato, el precio de la energía no tomada o bien compensar el menor del precio obtenido por el vendedor por la reventa de la energía en el mercado. Al igual que la obligación de “poner a disposición o pagar”, la obligación de “tomar o pagar”¹³⁶ es “dual”, y en este sentido la falta de toma de la energía no configurará un incumplimiento en la medida que el comprador cumpla su obligación de “pagar”. Ello además es importante porque la medida del daño por incumplimiento estará limitada al cobro de intereses por la falta de pago¹³⁷. El propósito de esta cláusula es la de “*compensar al productor por estar disponible permanentemente a suministrar las cantidades máximas contratadas y, al mismo tiempo, eliminar el riesgo del productor de limitar sus ingresos a las cantidades eventualmente variables que el comprador pueda solicitar de tiempo en tiempo*”¹³⁸

En algunos esquemas se adopta la posibilidad de generar un crédito a favor del comprador por energía no tomada (*make up right*) que le permitirá tomar esa energía en el futuro.

¹³³ Conf. Res. MEyM, “(...) dicha condición se presenta únicamente cuando se trata de dos o más proyectos de energías renovables compitiendo por capacidad insuficiente, toda vez que para cualquier otro caso de competencia entre un proyecto de fuentes renovables y uno que no lo es, la prioridad de despacho se encuentra ya asegurada por el artículo 18 de la Ley N° 27.191”

¹³⁴ En la experiencia del mercado argentino puede afirmarse que la solución general ha sido incorporar el *curtailment* como un evento de fuerza mayor que exime al vendedor de su responsabilidad de poner la energía a disposición del comprador.

¹³⁵ Según se define en el Contrato, en general limitado a eventos de fuerza mayor

¹³⁶ Se conoce esta provisión como “Take or Pay” / “Take and Pay” o TOP, dependiendo de los alcances particulares de dicha cláusula.

¹³⁷ Sin perjuicio de ello, y para dar mayor seguridad es habitual que se requiera la aclaración específica que el pago del TOP o del DOP es la compensación total a la que tienen derecho las partes, y que sustituyen cualquier tipo de indemnización.

¹³⁸ Medina, J. Michael, A McKenzie, Gregory, Daniel, Bruce M. *Take or Litigate: Enforcing the Plain Meaning of the Take-or-Pay clause in Natural Gas Contracts*, Arkansas Law Review. Vol. 40. N° 185.1986. p. 186-187

En lo referente al plazo, el mismo es libremente pactado por las partes y en general suele ser mensual, semestral o anual¹³⁹; pudiendo coincidir o no con el plazo establecido para la energía mínima comprometida. Sin lugar a duda, la preferencia del comprador será contar con un plazo más extenso por cuanto ello le permite promediar en el mayor plazo su variabilidad del consumo de energía durante dicho plazo. Desde la perspectiva de las entidades financieras, el consumo mínimo comprometido deberá ser tal que se aproxime al P90 de producción del activo.

El otro aspecto por considerar es el destino de los excedentes de energía por encima de las cantidades contratadas. Las mismas podrán ser comercializadas en el mercado o bien establecer la obligación del comprador de tomar cualquier excedente. Las entidades financieras requerirán una solución sobre el particular y el análisis de como una u otra alternativa impactan en la tasa de retorno del proyecto.

El esquema de energía mínima comprometida y energía mínima contratada debe resultar de un esquema razonable, que mitigue los riesgos de incumplimiento y/o de falta de contratación de la producción, con el mayor nivel de certeza posible y asegurando el flujo de fondos exigido por las entidades financieras. En particular, se deberá analizar con detalle dichas obligaciones en el supuesto de un esquema de comercialización distribuida entre varios *Off-Takers*. Al fin del camino importa el riesgo asumido por el propietario del proyecto sobre la posibilidad de no tener energía para cumplir los compromisos o bien no tener comprador para la energía generada.

- g) **Fuerza Mayor:** Como parte de los requisitos de bancabilidad de los PPA se exigirá que el vendedor pueda liberarse de responsabilidad y del eventual cumplimiento de sus obligaciones frente a la ocurrencia de un evento de caso fortuito o fuerza mayor y dar certeza que ciertos eventos será siempre considerados fuerza mayor, más allá del cumplimiento o no de los requisitos configurativos de la misma. Por otra parte, y desde la perspectiva del comprador, éste intentará limitar los eventos listados que al vendedor de su responsabilidad encuéntrase deban efectivamente a cuestiones fuera de su alcance y control, y no resultaran de riesgos propios de su actividad. El efecto particular de la declaración eximirá a las partes de sus obligaciones de disponer o tomar energía sin hacerlas incurrir en incumplimiento ni en la obligación de abonar las penalidades.

Para lograr dicho cometido la práctica indica que será necesario delimitar claramente el alcance de un evento de fuerza mayor, proveyendo una definición particular alterando el instituto de la fuerza mayor¹⁴⁰ o bien usando la dispuesta en el

¹³⁹ Puede a su vez disponerse un doble plazo, por ejemplo: El Comprador deberá tomar o pagar 7.000 MWh/mes y/o 84.000 MWh/año; de esta forma se logra eliminar la incertidumbre de la variabilidad definida de los compromisos de consumos mensuales que existiría si solo se dispone un TOP anual.

¹⁴⁰ El término "fuerza mayor" tiene su origen en el derecho civil francés. Sin embargo, bajo el derecho consuetudinario (common law) no existe una recepción normativa de la fuerza mayor. Por ello, el término fuerza mayor es una suerte de "etiqueta" conveniente que se utiliza en los contratos para incorporar cláusulas que eximen a una parte del cumplimiento de sus obligaciones contractuales cuando ese cumplimiento se ve afectado por eventos fuera de su control. Puede ser habitual que los prestamistas, al escrutar las cláusulas de fuerza mayor, pretendan incluir una definición más cercana a la situación de

CCyCN¹⁴¹ y disponiendo una serie de eventos que las Partes reconocen de antemano que configurarán (o no) un evento de fuerza mayor o caso fortuito.

El hecho de establecer un listado de eventos que configuran eventos de fuerza mayor facilita la acreditación de este a la parte afectada, por cuanto el efecto propio de incorporar el evento en forma expresa excluye la necesidad de probar los requisitos para la configuración de este. Del mismo, y a la inversa, establecer ciertos eventos que, más allá de que estuvieran fuera del control de la parte o bien que fueran imprevisibles o inevitables, no configuran fuerza mayor, permiten excluir los mismos como supuestos de eximición de responsabilidad o cumplimiento.¹⁴²

En el sentido expuesto, la bankabilidad del PPA exigirá las disposiciones de fuerza mayor del contrato, al menos: (I) dispongan que los eventos de fuerza mayor que impacten sobre el desarrollo normal de la obra sean receptados como eventos de fuerza mayor bajo el PPA, teniendo especial consideración a la hora de su redacción que en obra el impacto no necesariamente el plazo de impacto equivale al plazo de duración de la fuerza mayor¹⁴³; (II) incluyan dentro del listado de eventos de fuerza mayor aquellos vinculados a (a) restricciones del sistema de transmisión y/o distribución que impidieran al vendedor cumplir con el suministro comprometido, incluyendo cualquier apartamiento del normal funcionamiento del sistema de transporte y/o distribución y/o demás restricciones que afecten directamente a esos sistemas (incluyendo la estabilidad o la capacidad de absorción del sistema de interconexión) que impidan o dificulten la entrega, transporte o recepción de energía; (b) restricciones en las instalaciones del vendedor, (c) desastres naturales, (d) conmoción civil o conflicto militar, y (e) cualquier hecho, acto, o norma dictada por cualquier autoridad de gobierno que restrinja, limite o que de otra manera imponga al vendedor dar otro destino (distinto del originalmente pactado) a la energía¹⁴⁴.

“fuera de control” que aquella vinculada la imprevisibilidad contenida en nuestro código civil y comercial de la nación.

¹⁴¹ En el derecho argentino a falta de definición resulta de aplicación las disposiciones del CCyCN. Se debe tener en cuenta que, a diferencia de ello, en legislaciones del sistema del Common Law, la fuerza mayor no aparece como un instituto supletorio, a partir de ello debe ser regulado expresamente. A la hora de definir la fuerza mayor se debe prestar atención a las fórmulas considerando la necesidad de imprevisibilidad, inevitabilidad o bien solo “fuera del control de una de las partes”.

¹⁴² Mas allá de su relevancia bajo el derecho argentino, la descripción de eventos cobra mucha importancia bajo la Ley de Nueva York y/o Texas (entre la de otros estados) – leyes a las cuales habitualmente se sujetan este tipo de acuerdos –, por cuanto la interpretación de la Fuerza Mayor es sumamente restrictiva y en algunos casos sólo han reconocido como tal los eventos expresamente listados por las Partes, a pesar que dicho listado no era taxativo (Sun Operating Ltd. P'ship v. Holt, 984 S.W.2d 277, 282-83 (Tex.App.-Amarillo 1998, pet. denied). Más aún, existen casos en Nueva York que han negado la existencia del evento listado, por no haberse acreditado el requisito de “imprevisibilidad” requerido por la ley ((Goldstein v. Orensanz Events LLC, 146 A.D.3d 492, 492–93 (N.Y. App. Div. 1st Dep't 2017 – “the clause must be interpreted as if it included an express requirement of unforeseeability or lack of control”).

¹⁴³ No necesariamente un día impactado por fuerza mayor, equivaldrá a un día de suspensión de obra. Una corta duración de un evento de fuerza mayor puede producir una suspensión prolongada de obra, a simple ejemplo, si se pierde una ventana de oportunidad para ejecutar una tarea particular o una ventana de transporte internacional.

¹⁴⁴ En ocasiones los prestamistas refieren al cambio de ley y a las restricciones o normas gubernamentales como una fuerza mayor “política”

Los prestamistas requerirán además la inclusión de cláusulas de estilo que dispongan la obligación de las partes de realizar aquellos esfuerzos razonables¹⁴⁵ para remediar y mitigar los efectos de la situación de fuerza mayor, asumiendo el compromiso de retomar sus obligaciones en el menor plazo posible. También se deberán incluir previsiones típicas respecto a la obligación de las partes de comunicar el evento en un plazo acotado de acaecido, acreditar el mismo, mantener informada a la otra Parte y notificar el cese de sus efectos.

Adicionalmente, vale resaltar que resulta habitual acordar en los PPAs ajustar el plazo del contrato en un plazo equivalente al tiempo en que se suspendieron las obligaciones por fuerza mayor, a fin de dar la oportunidad al generador de recuperar la caída de su flujo de ingresos. La decisión al respecto estará condicionada según el esquema de seguro por interrupción de negocios y la etapa de desarrollo del mercado en cuestión.

- h) **Cesión del PPA:** Un PPA financiable exige que el comprador no tenga libertad de ceder su posición contractual¹⁴⁶ a terceros sin la debida aprobación del propietario del Project y de los prestamistas. La razón es evidente, el financiamiento obtenido ha sido otorgado por los prestamistas considerando tanto la ecuación económica y financiera del comprador, como así también la exposición a los riesgos asociados a su actividad¹⁴⁷. De allí que cualquier cambio de posición contractual requiera la conformidad tanto del propietario como del prestamista. Esta conformidad debe poder ser rechazada sin indicación de causa o fundamentación alguna para evitar cualquier riesgo de discusión sobre el rechazo emitido. Resultará aconsejable remarcar el carácter *intuitu persone* a efectos de mitigar cualquier pretensión del comprador de declarar abusiva la negativa a la cesión del contrato. Más allá de ello, aún autorizada la cesión, el cedente deberá mantener vigentes todas las garantías otorgadas hasta tanto se constituyan y acepten las garantías que deberá otorgar el cesionario (en las mismas condiciones a aquellas emitidas por el comprador original).

Adicionalmente es requisito de bancabilidad del PPA, la inclusión de la obligación del comprador de aceptar lisa y llanamente la cesión de posición contractual del propietario a favor del prestamista o a quienes éstos designen. Los expuesto por cuanto *“en caso de default [incumplimiento de pago bajo el project finance] la entidad [prestamista] tiene opción de quedarse con el proyecto, o la constitución de un fideicomiso en garantía donde se transferirán los flujos de fondos del proyecto. Si bien las partes directamente involucradas son la/las entidad/es que otorgan el financiamiento y el generador, existen obligaciones que incumben al Gran Usuario y que deben quedar establecidas en el PPA, tales como la autorización de cesión del*

¹⁴⁵ Esta obligación se puede calificar de forma tal de clarificar si los esfuerzos razonables incluyen o no la obligación de asumir costos. Se deberá tener especial cuidado en la calificación de los “esfuerzos” más aún si nos entramos sujetos a una ley del sistema del *common law*, por cuanto no es lo mismo “razonable”, que “mejores” o “comercialmente razonables”.

¹⁴⁶ Art.CCyCN 1636 y ss.

¹⁴⁷ Desde el punto de vista de su actividad industrial, no es lo mismo, por ejemplo, vender energía a una empresa cementera, a una automotriz o una petroquímica, en tanto éstas están expuestas a diversos riesgos en su cadena productiva y refieren distintos impactos ante las fluctuaciones de las condiciones macroeconómicas.

*PPA a la/s entidad/es en caso de default del project finance o la obligación de depositar los pagos por el suministro de energía en una cuenta a nombre del fiduciario, en el caso del fideicomiso en garantía.*¹⁴⁸ Esta obligación de cesión a favor de los prestamistas o bien a terceros designados por éstas es conocida bajo la figura del “*step-in Right*”, que en ocasiones es regulado directamente a través de un *Direct Agreement*.

Respecto al “*step-in right*”, “*Los prestamistas incluyen las cláusulas de step-in en los contratos para tener el derecho a intervenir en el proyecto si éste encuentra dificultades. En verdad cuando la única garantía de los prestamistas son los activos del proyecto, la posibilidad de intervenir aparece como una fuerte herramienta para revitalizar el proyecto*”¹⁴⁹ El derecho de *step-in* brinda la posibilidad de que el prestamista tome control del contrato en forma permanente o temporaria, frente a un evento determinado, generalmente un incumplimiento, una negligencia, baja performance o una falta de acción. Usualmente el prestamista asume la posición contractual del vendedor para posteriormente cederla a un tercero que eventualmente tome control del proyecto. Habitualmente el contrato regula ciertas restricciones sobre la incorporación de estos terceros, como ser que no sea un competidor, que no sea una “*persona prohibida*”¹⁵⁰ y que tenga capacidad económica-financiera similar al contratante reemplazado. Desde la perspectiva del derecho argentino, dicha cláusula puede asimilarse a la figura de contrato para persona a designar establecido en el artículo 1029 CCCN o bien como una sucesión de cesiones de posiciones contractuales pre-conformadas por la contraparte del contrato, en los términos del artículo 1636 CCCN.

- i) **Resolución anticipada del Contrato por incumplimiento:** El éxito del financiamiento del proyecto depende de la seguridad y previsibilidad del flujo de ingresos de este. En este sentido, la falta de contractualización de la energía generada, que en el mejor de los casos causará la venta de la energía al precio spot del mercado, sitúa al proyecto en una situación de riesgo no aceptable por los prestamistas. Por ello, la bankabilidad del PPA requerirá que el mismo disponga las causales expresas y taxativas que otorgan el derecho de resolución del contrato por las partes¹⁵¹, causales a que a su vez deben revestir suficiente importancia y materialidad. También deberán disponer de una tarifación de la indemnización por resolución por incumplimiento de manera tal de limitar la exposición del vendedor y asegurar el eventual ingreso de fondos para el proyecto en caso de incumplimiento del comprador.

¹⁴⁸ Garnier, Jorge L., Acevedo, Fernando, Sola, Pablo, Eliashev, Nicolás, Skerk, Carlos y Artola, Ezequiel *Power Purchase Agreements en Argentina*, World Business Council for Sustainable Development & Consejo Empresario Argentino para el Desarrollo Sostenible, p. 29

¹⁴⁹ Murat, Madykov, *Step-in Right as a Lender Protection Mechanism in Project Financed Transactions*, DePaul Bus. & Com. L.J.273, 2015 (via.library.depaul.edu/bclj/vol13/iss2/3)

¹⁵⁰ El término “*persona prohibida*” se refiere principalmente a aquellas personas que se encuentran en lista de personas o países especialmente designados o bloqueados o sancionados (tales como los actualmente sancionados Cuba, Irán, Corea del Norte, Siria y la región de Crimea -en Ucrania-) e incluidos en la lista de Specially Designated Nationals And Blocked Persons List (“SDN”) de la Office of Foreign Assets Control (“OFAC” y/o “Oficina de Control de Activos Extranjeros”, dependiente del Departamento del Tesoro de los EE.UU.) y/o en los listados publicados por el Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio Internacional y Culto de la República Argentina

¹⁵¹ Disponer de una cláusula resolutoria expresa en los términos del art. 1086 del CCyCN

Además de lo expuesto, los prestamistas exigirán que previo al ejercicio del derecho de resolución por parte del comprador, se otorgue un período de cura o de remediación tanto a favor del propietario del proyecto, como eventualmente a favor de los prestamistas. La inclusión del período de cura es esencial para evitar la resolución imprevista del Contrato. A pesar de que nuestro CCyCN dispone en el artículo 1088 la obligación de emplazamiento previo a la resolución, el plazo allí dispuesto resulta acotado en el marco del proyecto y además posee cierta imprevisibilidad sobre la extensión de este¹⁵².

A efectos de ejercer el derecho de resolución por incumplimiento, los prestamistas requerirán que el contrato prevea la obligación expresa del comprador de notificar el incumplimiento tanto al propietario como a los prestamistas. Esta obligación surge como corolario al derecho de los prestamistas a remediar el incumplimiento del propietario del proyecto. Al igual que el derecho de *step-in*, la obligación de notificación a los prestamistas y su facultad de intervenir y regularizar el incumplimiento del vendedor suele incluirse en acuerdos directos con los prestamistas (*direct agreement*), en el supuesto que el mismo se celebre entre las partes.

Un reporte elaborado por BakerMcKenzie¹⁵³ basado en la entrevista a más de 100 ejecutivos senior alrededor del mundo demuestra la importancia y relevancia de que la cláusula resolutoria expresa tiene para las entidades financieras. Ante la consulta ¿Cuál de las siguientes provisiones insertaría en la documentación de un préstamo a un proyecto de energía renovable basado en un PPA financiero, a fin de reducir los riesgos? El 57% de las entidades refirieron a incluir un *cure period* luego del incumplimiento a efectos de darle la posibilidad a los prestamistas de remediar el incumplimiento y preservar el valor del proyecto.

Respecto a los eventos de resolución, resulta habitual que el comprador tenga derecho a resolver el PPA ante (i) una mora “extendida” del vendedor por montos relevantes en proporción al PPA¹⁵⁴, (ii) la falta de cumplimiento de la fecha de inicio del suministro, luego de vencidos los plazos de gracia y/o ventanas con penalidad acordados, y (iii) la falta de puesta a disposición de la energía por varios períodos consecutivos o alternados en un año calendario¹⁵⁵. Desde la perspectiva del vendedor, regularmente el PPA dispondrá su derecho a resolver el PPA por

¹⁵² Artículo 1088 del CCyCN dispone “*Presupuestos de la resolución por cláusula resolutoria implícita. La resolución por cláusula resolutoria implícita exige (...) c) que el acreedor emplace al deudor, bajo apercibimiento expreso de la resolución total o parcial del contrato, a que cumpla en un plazo no menor de quince días, excepto que, de los usos, o de la índole de la prestación, resulte la procedencia de uno menor (...)*”

¹⁵³ Whyte, Kieran, Rankin, Skip y Van de Pol, Jason, *The Rise of Corporate PPAs: A new driver for Renewables* – Baker & McKenzie International, 2015 (https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2018/04/al_final_corporate-ppa_apr18.pdf?la=en)

¹⁵⁴ La única obligación de pago del vendedor es la aquella que emerge de la obligación de DOP, en general el PPA dispondrá el derecho del comprador de resolver el contrato frente a la falta de pago de un monto relevante y un plazo extendido -30, 60 o 90 días.

¹⁵⁵ En el caso particular de Argentina, el hecho de que el comprador no reciba la energía eléctrica renovable puede causarle el incumplimiento de los compromisos de consumo de energía dispuestos en la ley 27.191, razón por la cual puede no interesarle mantener un contrato sin aprovisionamiento.

incumplimiento en las siguientes situaciones (i) una mora del comprador¹⁵⁶; (ii) falta de toma de energía por varios períodos consecutivos o alternados en un año calendario, (iii) pérdida de confiabilidad crediticia, insolvencia y/o quiebra no remediada¹⁵⁷ del comprador; y (iv) Cesión del PPA sin autorización.

En relación con las consecuencias, un PPA financiable deberá contener la cuantificación expresa de los daños y perjuicios indemnizables por las partes en el supuesto de una terminación anticipada del contrato. En tal sentido, será necesario que el PPA contenga una cláusula penal bajo la forma de daños pre-liquidados en los términos del art. 793 del CCyCN.

El principal efecto de la cláusula penal es “evitar el cálculo de daños al emerger una disputa”, lo que resulta “particularmente útil en un project finance debido a la necesidad de tener un resultado predecible luego de un incumplimiento¹⁵⁸”. La previsibilidad es necesaria tanto respecto a lo que eventualmente tenga derecho a cobrar el vendedor, como aquello que deba abonar en el supuesto de terminación por su culpa.

Por ello el PPA dispondrá los daños liquidados que deba abonar el vendedor y el comprador, según corresponda, frente a un evento de resolución anticipada del Contrato.

Valorización de la Cláusula penal: La fórmula habitual está conformada por el valor actual neto del precio del PPA menos un precio de referencia, multiplicado por una cantidad de energía por el tiempo remanente del PPA. El detalle dependerá del contrato particular y la negociación de las Partes. De este modo,

- Cláusula penal a pagar por el comprador por su incumplimiento: el precio de referencia podría ser el precio spot del mercado al momento de la terminación o el precio de un nuevo contrato PPA. Por su parte la cantidad de energía podrá referirse a toda la cantidad de energía contratada que no será entregada o directamente un percentil de la generación del activo (por ej. Un P50). Los prestamistas exigirán que el valor actual neto se efectúe a la tasa de descuento y con las cantidades de energía con las cuales se estudió y aprobó el proyecto.
- Clausula penal a pagar por el vendedor por su incumplimiento: El precio de referencia podría ser el precio spot o bien el precio obtenido bajo un PPA con un tercero, mientras que la cantidad de energía suele ser aquella mínima comprometida por el vendedor por el plazo remanente del PPA. Los prestamistas exigirán que cualquiera fuera el caso, la indemnización máxima a pagar por el

¹⁵⁶ Es posible que, a modo de igual las provisiones con el vendedor, el comprador requiera de un plazo mínimo de mora para poder resolver el contrato, a modo de ejemplo, falta de pago de dos o más facturas por entregas mensuales de energía eléctrica por un plazo superior a 60 días. En general esto es aceptable sujeto a las condiciones de pago y la tasa de interés compensatorio acordado entre las partes

¹⁵⁷ Se deberá considerar en la redacción la validez de estas cláusulas a luz de los arts. 22, 119 y 145 de la Ley 24.522. Similares disposiciones contienen Estados Unidos, Inglaterra, Italia, España, Canadá, entre otros (Cfr.. Lythogoe, Martín, *Sobre las cláusulas de extinción contractual ante la cesación de pagos, concurso preventivo o quiebra a la luz de la Ley de Concursos y Quiebras*, Revista Argentina de Derecho Empresario Nro 5 [IJ-VL-141], 2006

¹⁵⁸ Hoffman, Scott L. *The Law and Business of International Project Finance*, Cambridge, Third Edition, 2007 p. 267

vendedor al comprador se encuentre limitada en el algún monto cierto (sea un monto global o bien limitando el máximo diferencial de precio que será reconocido)

Como puede apreciarse las consecuencias para el comprador como para el vendedor suelen ser disímiles por cuanto las partes asumen y están expuestos a riesgos distintos bajo el contrato.

Al establecer el contenido de la cláusula penal se debe tener en cuenta la posibilidad de su reconocimiento y eventual ejecución judicial. Bajo los sistemas de derecho del *consuetudinario* (análogos principios aplican bajo la Ley de US y la de UK), los daños liquidados deben representar una genuina pre-estimación de las pérdidas efectuada al momento de celebrar el contrato. Si alguna de las partes puede demostrar que la cuantía de dichos daños liquidados excede la mayor pérdida que podría resultar del incumplimiento, la cláusula puede ser considerada como una penalidad y, por tanto, no ejecutable¹⁵⁹. Por su parte, en los sistemas jurídicos civilistas o codificados, y en particular en la Argentina, es posible que la ejecución de la cláusula penal también se vea afectada si la misma resulta abusiva¹⁶⁰.

En el caso de Argentina, la reducción de la cláusula penal indemnizatoria se ve complementada por la facultad del juez de ajustar la aplicación de condenaciones pecuniarias excesivas¹⁶¹. Razón por la cual, aún en el supuesto que la cláusula penal no cumpla una función indemnizatoria sino compulsiva, el juez se encontraría facultado a reducir las mismas. Algunos autores opinan que *“cuando la cláusula penal tiene función compulsiva, esto es, cuando ha sido fijada con la finalidad de sancionar, de castigar al incumplidor (lo cual supone que se encuentre por encima de los meros valores indemnizatorios), la eventual modificación por los jueces debe necesariamente contemplar ese dato, sin el cual puede quedar totalmente desvirtuada su finalidad”*¹⁶². Además, se debe considerar que, *“tan incorrecto es que se haya estipulado inicialmente una cláusula penal leonina, como el que una cláusula originariamente válida se haya desequilibrado por circunstancias imprevisibles, tornándose excesivamente onerosa para el deudor, y el acreedor procure aprovecharse de esa situación”*¹⁶³.

Sin perjuicio de ello, la reducción de la cláusula penal debería ser una medida aplicada en forma extraordinaria y restrictiva. No debemos olvidar que la misma ha sido pactada voluntariamente entre las partes, es subsidiaria – o sea reemplaza la prestación que ha sido incumplida – y, por sobre todo, es relativamente inmutable¹⁶⁴.

¹⁵⁹ El caso Lords Neuberger and Sumption in *Cavendish Square Holding BV v Talal El Makdessi* [2015] UKSC 67 resume claramente el tema sobre la determinación de una cláusula de daños liquidados como una penalidad inejecutable. Se sugiere también un emblemático caso anterior, *“Dunlop Pneumatic Tyre Co Ltd v New Garage and Motor Co Ltd* [1915] AC 79” que refirió a la necesidad de que la cláusula de daños liquidados no exceda una genuina intención de estimar anticipadamente las pérdidas.

¹⁶⁰ Art. 794 CCyCN

¹⁶¹ Art. 1714 CCyCN

¹⁶² Op. Cit. Pizarro, Ramón D, p. 46 y 47

¹⁶³ Moisset de Espanés, Lus, “La cláusula penal y la lesión”, Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba E.D. 66-717

¹⁶⁴ Principio general derivado de la interpretación de los artículos 793 y 794 CCyCN.

Por lo expuesto, al momento de acordar la cláusula penal o de daños liquidados es esencial que la misma refleje una razonable estimación de los daños, a efectos de evitar que la misma pueda ser ejecutada (Sistema *Common law*) o bien sea ajustada por abusiva (Sistema civilista). No sólo no sirve establecer una cláusula que permita cobrar sumas exorbitantes por incumplimiento si al final del camino las mismas no podrán ser aplicadas como fueron estipuladas, sino que ello perjudica la bankabilidad del PPA por cuanto introduce incertidumbre en un aspecto clave del contrato. Entonces, ¿cuál es el perjuicio de las Partes por la terminación anticipada del Contrato? En líneas generales, y salvo casos particulares, puede afirmarse que el perjuicio está dado por el valor actual (a la fecha de terminación) del diferencial de precio entre el mercado y el precio del contrato, por todo el plazo remanente de éste, que (i) el comprador deba abonar a otro vendedor para obtener una provisión similar y (ii) el vendedor deba sufrir por vender su producción en el mercado spot, sin considerar su probabilidad de contractualizar la venta de energía en el futuro (caso contrario, el vendedor estaría asumiendo un riesgo de comercialización que no asume bajo el contrato). De considerar estas variables, la cláusula penal sería razonable y ajustado a los eventuales perjuicios de las partes y los riesgos asumidos por éstas bajo el contrato.

- j) **Responsabilidad:** La bancabilidad del PPA exigirá la incorporación de una renuncia expresa del comprador (en general la renuncia es efectuada por ambas Partes), con el mayor alcance permitido por la ley¹⁶⁵, de efectuar cualquier tipo de reclamo por un daño consecuencial¹⁶⁶, incluyendo cualquier tipo de lucro cesante o pérdida de producción. Como se ha indicado más arriba, el pago del TOP y/o eventualmente la cláusula penal debe representar la exposición máxima del vendedor de cualquier tipo de responsabilidad. El PPA no sería financiable si el proyecto se encontrara expuesto a pérdidas millonarias por no proveer energía al comprador.

En Argentina se da el caso particular que, como resultado de la falta de suministro de energía renovable por parte del vendedor, es posible que el comprador incumpla sus obligaciones de consumo de energía renovable previstas en la Ley 27.191 y sea pasibles de las sanciones establecidas en la misma. Las penalidades son muy elevadas pues implican abonar un precio de la energía equivalente al más costoso del sistema -aquel emergente de la generación térmica a base de líquidos- que, en ocasiones podría duplicar el precio de la energía renovable bajo el PPA. En general asumir este riesgo lisa y llanamente no será aceptado por los prestamistas, los que exigirán, cuanto menos, algún tipo de limitación. En la medida que el comprador cubra en exceso el compromiso mínimo de energía renovable (de 8% a 20%), los

¹⁶⁵ Es un principio de derecho, en Argentina receptado en el art. 1743 de CCyCN, la imposibilidad de dispensar anticipadamente la responsabilidad de la parte que ha actuado con dolo. Ahora bien, en Argentina a partir de la definición amplia de dolo contenida en el art. 1724 del CCyCN (“(...) *El dolo se configura por la producción de un daño de manera intencional o con manifiesta indiferencia por los intereses ajenos*”) daría lugar a argumentar que el actuar con culpa grave tampoco sería dispensable en forma anticipada. Similares conclusiones se arriban bajo el derecho anglosajón con diferentes matices (; a pesar de que debe remarcarse que la ley de NY resulta sumamente restrictiva al respecto. Conf. Metropolitan Life Ins. Co. v. Noble Lowndes Int'l, 643 N.E.2d 504, 507 (N.Y. 1994), Deutsche Lufthansa AG v. Boeing Co., 2007 U.S. Dist. LEXIS 9519, 2007 WL 403301 (S.D.N.Y. Feb. 2, 2007)

¹⁶⁶ Se hace referencia a aquellos daños no que tuvieren una causalidad inmediata y exclusiva con el incumplimiento.

prestamistas se encontrarán menos renuentes a aceptar asumir el riesgo por cuanto el mismo estaría mitigado debido a los volúmenes de energía comprometidos en el contrato. Por otro lado, si el comprador cubre su consumo renovable obligatorio a partir de varios suministradores, entonces deberá contemplarse la responsabilidad de cada uno de los vendedores en la medida de su participación en el nexo causal.

- k) **Ley aplicable:** Resultando un contrato ejecutado completamente en Argentina, sin ningún tipo de contacto internacional y con una íntima relación con sectores ampliamente regulados, no cabe aplicación de ley extranjero. En líneas generales, por las razones expuestas, los prestamistas aceptarán la aplicación de la ley local. Más aún, por aplicación analógica del art. 2605 del CCyCN sería inválida la selección de una ley extranjera para un caso que no fuera “internacional”.
- l) **Solución de controversias:** La decisión sobre la selección del fuero depende de varios factores entre los que se incluye el valor de la transacción, la nacionalidad¹⁶⁷ de las Partes, la participación estatal en las mismas, los antecedentes judiciales y la experiencia de los tribunales locales sobre la materia del contrato. Dicho esto, la realidad indica que la preferencia de los prestamistas suele inclinarse hacia el arbitraje de derecho bajo normas internacionalmente reconocidas. Así, *“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)”*¹⁶⁸. Si la preferencia fuera por instituciones locales, en la Argentina se suele utilizar el Centro de Mediación y Arbitraje Comercial (CEMARC) o el Centro de Mediación y Arbitraje (CEMA).

Entre las alternativas de arbitraje *ad hoc* o institucional, éste último será la preferencia de los prestamistas por cuanto se lo percibe como un procedimiento con mayor certeza. Lo expuesto por cuanto el reglamento arbitral de las instituciones arbitrales conforma un conjunto de reglas probadas, y por su parte la institución brinda soporte administrativo y garantiza el normal desarrollo del proceso.

En relación con la sede del arbitraje surgen varios interrogantes. En forma ideal, y salvo que se considerase que la contraparte pudiera obtener ventajas por la designación de la sede en Buenos Aires, se debería fijar la misma en dicho lugar debido a las restricciones del CCyPN y del CCyCN. Puede ser discutible en los PPA que se ejecutan completamente en Argentina, entre dos sociedades argentinas, si el hecho de que el prestamista sea una sociedad o grupo de sociedades extranjeras otorga suficiente punto de conexión internacional para fijar la sede arbitral fuera del país, según lo dispuesto en el art. 1 del CPCyCN y del art. 2605 del CCyCN.

Entre los requisitos que fija el art. 2605 del CCyCN se establece que el caso debe ser “internacional”. Si bien la ley no define cuando se configura tal supuesto, es probable

¹⁶⁷ Entendida en forma general sobre el lugar principal donde desarrolla sus negocios

¹⁶⁸ Op. Cit., Dres. José Martínez de Hoz (h) y Marcos Blanco, p. 23

que el mismo sea definido por los jueces echando mano a los clásicos puntos de conexión del derecho internacional privado. De este modo, en materia contractual, los mismos suelen ser el domicilio, el lugar de cumplimiento y/o el lugar de celebración; si todos ellos se encontraran en Argentina, entonces el caso sería netamente nacional. Similares conclusiones se arriban en virtud de la Ley 27.449 de Arbitraje Comercial Internacional¹⁶⁹

Se debe recordar que la sede es un concepto jurídico y no meramente geográfico. En este sentido, la sede del arbitraje determina la ley aplicable al procedimiento arbitral y fija la jurisdicción de los tribunales judiciales que controlarán y eventualmente revisarán el arbitraje. Por ello, si se plantea la selección del arbitraje para “escapar” a la jurisdicción local que pudiera no ser neutra, por la razón que fuera, se debe fijar la sede también en un lugar distinto (caso contrario, el mismo quedará igual sujeta a control de los tribunales locales).

VIII. Breve referencia a los *Direct Agreements*

Los acuerdos directos son contratos habitualmente celebrados en el marco de la financiación de proyectos entre por los prestamistas y deudores, por un lado, con otros sujetos que resultan contrapartes de los contratos en el proyecto por otro. La finalidad de estos acuerdos es que los prestamistas ingresen en una relación directa con los sujetos clave contrapartes en el proyecto, estableciendo obligaciones de comunicación directa y permitiendo la eventual toma de la posición contractual del deudor.

Este acuerdo complementa la cesión de los créditos derivados del contrato, que usualmente son cedidos anticipadamente a los prestamistas (en general bajo la estructura del fideicomiso). La cesión de créditos sería insuficiente para los prestamistas si éstos no contaran con la potestad no solo de hacerse con el flujo de ingresos del proyecto sino también con la potestad de este de generarlos. De nada sirve a los prestamistas hacerse de los activos del proyecto si no cuenta con el respaldo de los contratos del proyecto que aseguran su desarrollo y ejecución como fuera planeado.

En general son dos las principales disposiciones de un direct agreement: (i) el step-in right, (ii) el standstill y el cure-period. Así, el direct agreement supone una modificación al contrato original en cuanto, impone obligaciones de notificación y requisitos para la resolución del contrato y, por otro lado, otorga legitimidad al prestamista para ejercer derechos que le corresponden exclusivamente al deudor.

El *step-inright*, como se ha indicado, configura el otorgamiento previo del consentimiento de la contraparte del contrato para que el prestamista reemplace al deudor en la relación contractual y ocupe su posición o bien nomine a un tercero para que lo haga¹⁷⁰. Este derecho es la parte fundamental del *direct agreement*.

Dado que sería inútil reemplazar al deudor en sus contratos si los mismos pueden ser inmediatamente resueltos por las contrapartes, se dispone además la obligación de la

¹⁶⁹ Véase Art. 3° Ley 27.449.

¹⁷⁰ Es habitual que la contraparte exija ciertos requisitos sobre el tercero nominado por los prestamistas para ocupar la posición del deudor, vinculados principalmente a los antecedentes o calidad personal (por ejemplo, que no sea un competidor directo, que no sea una persona políticamente expuesto, que no se encuentre en alguna *blacklist*, etc.), su capacidad técnica y/o económico-financiera.

contraparte de notificar cualquier incumplimiento de la contraparte y la imposición de un plazo de remediación previo al ejercicio de cualquier derecho resolutorio. Estas disposiciones se conocen bajo el nombre de *standstill* (mantener la situación) y *cure period* (plazo de remediación). Como puede apreciarse, estas disposiciones aseguran el correcto ejercicio del derecho de *step-in* de los prestamistas.

Los prestamistas fundamentalmente tienen interés en asegurar que su deudor cumpla con los contratos y evite cualquier causal de resolución de los mismo. Pero no pueden depender exclusivamente en que el deudor notifique cualquier situación de incumplimiento, corriendo el riesgo que el deudor no cumpla sus compromisos o bien lo haga en forma extemporánea. Es un riesgo muy elevado, por cuanto no es controlable y las consecuencias son catastróficas pues implican la posibilidad de perder los contratos del proyecto. Por ello, los *direct agreement*, imponen además la obligación de la contraparte de notificar a los prestamistas sobre cualquier situación de incumplimiento que pudiera dar lugar a una resolución, brindándoles además un plazo de remediación. Dichos requisitos se transforman en condiciones para el ejercicio del derecho de la contraparte a resolver el contrato.

Si bien el derecho de los prestamistas a pagar por el deudor encontraría sustento legal sin un *direct agreement*, a partir de la facultad desubrogación legal en los términos del art. 915 del CCyCN, lo cierto es que ello no garantiza ni el conocimiento de los prestamistas del incumplimiento ni que la contraparte permitirá a los prestamistas remediar la situación en un plazo determinado.

En ocasiones, si el contrato ha receptado ampliamente los requisitos de bankabilidad sobre los aspectos detallados, es probable que los prestamistas no requieran la firma de este *direct agreement*. A pesar de que, vale destacar, muchas veces de igual manera prefieren suscribirlo por cuanto el hecho de tener una relación directa se percibe que brinda una mayor seguridad jurídica y una mejor posibilidad de ejecutar los compromisos de la contraparte frente a los prestamistas y/o reprochar su incumplimiento.

Por ello, cualquiera fuera el caso, es importante anticiparse a esta situación y disponer en el contrato la obligación de la contraparte de suscribir un *direct agreement* con los prestamistas. En la medida que el contrato ya incorpore los derechos de *step-in* y el *standstill* y el *cure period*, el *direct agreement* implicará un “trámite formal” y no un acuerdo sobre cuestiones de fondo. La diferencia es radical en tanto renegociar un contrato implica costos y tiempos que perjudicarán al proyecto.

IX. Conclusión

El *project finance* es una herramienta de financiación especialmente diseñada para proyectos de infraestructura de capital intensivo, distinto a la financiación corporativa tradicional, donde la única garantía que tienen los prestamistas son los activos y los flujos de fondos generados por el propio proyecto. El éxito de este tipo de financiamiento de alto riesgo, otorgado a una sociedad vehículo, generalmente sin garantías externas, con un elevado nivel de apalancamiento y a largo plazo, depende además de un control sobre el flujo de caja del proyecto, y entre otras variables, de una sólida estructura contractual. Para que el Project Finance funcione correctamente y sea económicamente eficiente, por un lado, “todo debe ser una garantía ejecutable para los

prestamistas” y por otro, debe acotar los riesgos del proyecto en la mayor medida eficientemente posible a fin de no encarecer el costo de la deuda y/o no demorar el cierre del financiamiento.

Los prestamistas analizan en profundidad el contenido de todos los principales del proyecto a financiar (en general, el contrato de construcción y provisión de equipos, el contrato de O&M, y el contrato de venta) a fin de verificar que los mismos contengan una adecuada distribución de riesgos y otorguen suficiente control del proyecto a los prestamistas. Estos requisitos se conocen como los “requisitos de bankabilidad” del contrato, que refieren tanto a las exigencias de los prestamistas para otorgar el financiamiento sobre los términos y condiciones de los contratos del proyecto.

Conocer con antelación los requerimientos de bankabilidad habitualmente requeridos por los prestamistas permitirá al desarrollador celebrar los principales contratos del proyecto a satisfacción de estos y en línea con las necesidades de financiamiento del proyecto. La falta de satisfacción de los requisitos de bankabilidad llevará al desarrollador a renegociar los términos del préstamo o bien reabrir contratos celebrados para adecuar los mismos a las condiciones exigidas por los prestamistas, con las dificultades que ello plantea y la consecuente demora en el cierre del financiamiento.

En el caso particular de los PPA Renovables, y a pesar de que la estructura y contenido de los mismos puede variar según el país que se trate y la legislación aplicable, un PPA renovable financiable debe incluir algunas disposiciones que son de alguna manera “estándar” en todas las jurisdicciones. En este sentido, en líneas generales, las disposiciones de bankabilidad buscarán mitigar la incertidumbre de la variabilidad de la producción del activo de generación, disponer una apropiada gestión de los riesgos externos, garantizar en el mayor grado posible el cumplimiento del comprador y asegurar a los prestamistas la supervisión y eventual control del proyecto. Todos estos aspectos, al final del camino se traducen en la búsqueda de integración de un flujo de fondos constante, seguro y predecible.

Se debe tener en cuenta que la bankabilidad de los PPA no solo está conformado por complejas cláusulas contractuales dentro del acuerdo comercial respectivo, sino también el contexto del país donde se integra el proyecto y las características propias del mercado eléctrico. Dichos componentes locales deberán ser considerados al momento de diseñar la estructura y contenido del PPA.

Celebrar los PPA en línea con los requisitos de bankabilidad brinda beneficios superlativos al desarrollador. Por un lado, evitará entorpecer o dificultar el proceso de financiamiento, retardando el cierre del financiamiento. Por otro lado, a partir de una apropiada distribución de riesgos y un correcto esquema de garantías, permitirá reducir el costo de la deuda y/o obtener mejores términos de financiamiento.

BIBLIOGRAFÍA

1. Fonrouge, Máximo J., *Lineamientos del régimen jurídico de la electricidad*, web:
http://www.cassagne.com.ar/publicaciones/Lineamientos_del_regimen_juridico_de_la_electricidad.pdf
2. Martínez de Hoz (h), José y Blanco, Marcos, *Project Finance y Energías Renovables*, Revista Jurídica Universidad de San Andrés – Suplemento de Energías Renovables, 2018
3. World Bank Group, PPLRC (Public-Private-Partnership-Legal-Resource-Center), *Important Features of Bankable Power Purchase Agreements for Renewable Energy Power Projects*, (<https://www.dfc.gov/sites/default/files/2019-08/10%20Elements%20of%20a%20Bankable%20PPA.pdf>)
4. Roshni, Mali, *A Legal and Commercial Checklist for Bankable Solar EPC Contracts: A Developer's Guide*, Akin, Gump, Strauss, Hauer, & Feld LLP, 2017 (web: <https://www.akingump.com/en/experience/industries/energy/speaking-energy/a-legal-and-commercial-checklist-for-bankable-solar-epc.html>)
5. Wallace, P. *Long Term Power Purchase Agreements: the factors that influence contract design*, Simons & Simons LLP, 2019: (<https://files.simmons-simmons.com/>).
6. Mosset Iturraspe, Jorge; *Interpretación económica de los contratos*, Editorial Rubizal-Culzoni, Santa Fe, 1994
7. Medina, J. Michael, A McKenzie, Gregory, Daniel, Bruce M. *Take or Litigate: Enforcing the Plain Meaning of the Take-or-Pay clause in Natural Gas Contracts*, Arkansas Law Review. Vol. 40. N° 185. 1986
8. Viner, Graham D y Gareth, Price, *Project Finance: A Legal Guide — Third Edition*, Sweet & Maxwell Limited, London 2006
9. Beshara, Adel “USER’S GUIDE For The Power Purchase Agreement (PPA) Model For Electricity Generated From Renewable Energy Facilities”, RCREE (Regional Center for Renewable Energy and Energy Efficiency), Marzo 2012 (https://www.rcreee.org/sites/default/files/users_guide_ppa_reegf.pdf)
10. Garnier, Jorge L., Acevedo, Fernando, Sola, Pablo, Eliashev, Nicolás, Skerk, Carlos y Artola, Ezequiel *Power Purchase Agreements en Argentina*, World Business Council for Sustainable Development & Consejo Empresario Argentino para el Desarrollo Sostenible

11. Molina Rey de Castro, Fernando, *Los Contratos Directos y su Rol en el financiamiento de Proyectos*, THEMIS 70 Revista de Derecho, 2017.
12. American Council on Renewable Energy, *Renewable Energy PPA Guidebook for Corporate and Industrial purchasers*, 2016 (<https://www.ourenergypolicy.org/wp-content/uploads/2016/11/Renewable-Energy-PPA-Guidebook-for-CI-Purchasers-Final.pdf>)
13. Hoffman, Scott L. *The Law and Business of International Project Finance*, Cambridge, Third Edition, 2007
14. Pizarro, Ramón D., Vallespinos, Carlos G., *Instituciones de derecho privado*, tomo III, p. 527, Ed. Hammurabi, Buenos Aires, 2007
15. Contreras, Rocío, *Contratos Derivados*, Revista Argentina de Derecho Empresario – Número 9, IJ-VL-156, 2011
16. Bloomberg New Energy Finance – BNEF, *2020 Corporate Energy Market Outlook 2019* (<https://about.bnef.com/blog/corporate-clean-energy-buying-leapt-44-in-2019-sets-new-record/>)
17. Cuthbert, Neil, *A Guide to Project Finance*, Dentons, 2018 (<https://www.dentons.com/en/insights/guides-reports-and-whitepapers/2013/april/1/a-guide-to-project-finance>)
18. Cosentino, Adrián, *Esquemas Innovativos de Financiamiento al Sector Productivo*, Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella (web: https://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=6268&id_item_menu=12606)
19. World Bank Group, PPLRC (Public-Private-Partnership-Legal-Resource-Center) *Risk Allocation, Bankability and Mitigation in Project Financed Transactions*, 2019 (<https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/financing/risk-allocation-mitigation>)
20. Fantoni, Martín A., *Garantía a primera demanda*, La Ley, Buenos Aires, 2008
21. Nicolau, Noemí Lidia, *Los negocios en garantía*, Cartapacio, Trabajos del Centro, Vol 3, 1998
22. Stratta, Manuel Ignacio, *Seguro de Caución. Naturaleza jurídica y su tratamiento jurisprudencial. Similitudes y diferencias con el contrato de Fianza*, Eldial - DC2A45, 2020
23. Sobrino, Waldo, *Seguros y el Código Civil y Comercial*, 2da Edición actualizada y ampliada. Tomo II, La Ley, Buenos Aires, 2018

24. Gómez, Jorge Arturo, *La declaración unilateral de voluntad como fuente de las obligaciones en el Código Civil y Comercial de la Nación*, Eldial, DC20CE, Buenos Aires, 2016
25. Labanca, Jorge, Noacco, Julio César y Vera Barros, Alejandro. *El Crédito Documentado. Estudio Jurídico y Económico*. Depalma, Buenos Aires, 1965.,
26. Villegas, Carlos G. *Compendio Jurídico, Técnico y Práctico de la Actividad Bancaria*, Depalma, Buenos Aires, 1986.
27. César Rivera, Julio y Medina, Graciela, *Código Civil y Comercial de la Nación Comentado*, Edit. Thomson Reuters - La Ley, Buenos Aires, 2014
28. Albornoz, Jorge R. *El Contrato de Crédito Documentario en el Derecho Internacional Privado*, Eldial, Buenos Aires, DC66AF, 2005
29. Villegas, Carlos G. *Comercio Exterior y Crédito Documentado*. Astrea, Buenos Aires, 1993
30. Salvat, *Tratado de Derecho Civil argentino, Obligaciones en general*, 3ª ed., Ed. Jesús Menéndez, Buenos Aires, 1935
31. Clusellas, Eduardo G. *Código Civil y Comercial de la Nación. Comentado, anotado y concordado* - ISBN: 978-987-706-053-9, Ed. Astrea, Buenos Aires, 2015
32. Venegas, Patricia P., *Derecho de daños en el Código Civil y Comercial*, SBN: 978-987-706-226-7 Ed. Astrea, Buenos Aires, 2018
33. Ríos López, Carlos Alberto, *Sistema de la responsabilidad*, Ed. Astrea - ISBN: 978-987706-302-8, Buenos Aires, 2019
34. Gastaldi, Jose María, *La frustración del fin del contrato y el nuevo código*, Revista del Colegio Público de Abogados de la Ciudad de Buenos Aires T75, 2015.
35. Arias Barrera, Ligia Catherine *Perspectiva legal de la financiación de proyectos, project finance y el manejo del riesgo* – Revista de Derecho Privado Nro 23 (ISSN 0123-4366), 2012.
36. Casanova, T. *Financiación internacional con Project Finance*, Revista de Contabilidad y Dirección. Vol. 26, Barcelona School of Management, Barcelona, 2018
37. Whyte, Kieran, Rankin, Skip y Van de Pol, Jason, *The Rise of Corporate PPAs: A new driver for Renewables* – Baker & McKenzie International, 2015 (https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2018/04/al_final_corporate-ppa_apr18.pdf?la=en)

JURISPRUDENCIA

Mundo CO. LTD. c/ Tridavis S.A. s/ordinario” - CNCON - SALA E - 03/11/2010

CNCIV, Sala F, “Puceiro, Ricardo Daniel v. Arrua, Marta Ofelia”, 17/09/2019,

CNCIV, Sala H, “Rant Pazos, Pablo Ricardo v. Compañía Panamericana del Oeste SA”, 12/02/2019),

CFedCivCom, Sala III, “Aguila Refractarios S. A. v. Hierro Patagónico de Sierra Grande S. A. Minera”, 10/10/1996

CNCIV, Sala K, “Coppola Libetta, Marco Fabio v. Oliva, Donald”, 28/11/2018

CNCIV, Sala F, “Puceiro, Ricardo Daniel v. Arrua, Marta Ofelia”, 17/09/2019, Sala H

Sun Operating Ltd. P'ship v. Holt, 984 S.W.2d 277, 282-83 (Tex.App.-Amarillo 1998, pet. Denied

Goldstein v. Orensanz Events LLC, 146 A.D.3d 492, 492–93 (N.Y. App. Div. 1st Dep't 2017

Lords Neuberger and Sumption in Cavendish Square Holding BV v Talal El Makdessi [2015] UKSC 67

Dunlop Pneumatic Tyre Co Ltd v New Garage and Motor Co Ltd [1915] AC 79

Metropolitan Life Ins. Co. v. Noble Lowndes Int'l, 643 N.E.2d 504, 507 (N.Y. 1994)

Deutsche Lufthansa AG v. Boeing Co., 2007 U.S. Dist. LEXIS 9519, 2007 WL 403301 (S.D.N.Y. Feb. 2, 2007)