

CONSIDERACIONES EN TORNO A LA ADQUISICIÓN DE PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA PÚBLICA

CONSIDERATIONS REGARDING THE PROCUREMENT OF PUBLIC INFRASTRUCTURE PROJECTS

Carlos Enrique Arata Delgado*
Exmiembro del Consejo Directivo de THĒMIS
Rubio Leguía Normand

In this text, the author intends to explain, in detail, which elements must be taken under consideration at the moment of deciding to acquire companies linked to public infrastructure projects.

In this way, the author develops from general elements to be taken into consideration for this purpose (such as due diligence), to more specific issues related to each type of company (such as environmental and regulatory aspects, etc.).

KEYWORDS: PPP; due diligence; concession; public infrastructure.

En el presente texto, el autor pretende explicar de forma detallada qué elementos hay que tomar en cuenta al momento de decidir adquirir empresas ligadas a proyectos de infraestructura pública.

De este modo, el autor desarrolla desde elementos generales a tomar en consideración para realizar este fin (como el due diligence), hasta temas más específicos y propios de cada clase de empresa.

PALABRAS CLAVE: APP; due diligence; concesión; infraestructura pública.

* Abogado. Máster en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN. Master in Laws (LLM) por New York University. Contacto: carata@rubio.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 23 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 13 de octubre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

El proceso de adquisición de una empresa es siempre complejo y requiere de las distintas partes involucradas prestar atención a una gran variedad de detalles que pueden afectar no solo el resultado inmediato del proceso –si se adquiere o no la empresa o si se obtienen buenos términos contractuales– sino también el mediato, es decir, que el adquirente pueda entrar a controlar la empresa adquirida o pueda ejercer los derechos adquiridos en caso de adquisición de una participación minoritaria, y que obtenga réditos como parte de dicha adquisición por el plazo que tenía planeado controlar el activo (entendido este en su término más amplio).

Para lograr lo anterior, no solo se necesita que, en términos generales, los asesores legales (y financieros) del adquirente tengan experiencia en procesos de adquisición de empresas, sino también que tengan experiencia particular en la adquisición de empresas dentro del sector en el que la empresa objetivo se desenvuelve. Ciertamente, cada sector tiene sus propias particularidades y, por lo tanto, aspectos específicos que deben ser tomados en cuenta antes de suscribir los documentos definitivos de adquisición.

En el entendido que el lector ya comprende de manera general los principales aspectos en los procesos de fusiones y adquisiciones, el presente artículo pretende abarcar aquellos aspectos específicos que deben ser tomados en cuenta para la adquisición de participación en empresas cuyo principal (o único) activo está relacionado con un proyecto de infraestructura pública desarrollado bajo un esquema de asociación público-privada (en adelante, APP). Para ello, inicialmente vamos a introducirnos a los principales aspectos del desarrollo de una APP, analizando tanto el por qué un Estado puede optar por este esquema para el desarrollo de infraestructura pública, como la forma en la que el privado estructura su participación en el proyecto. Luego, analizaremos qué aspectos son los más relevantes a tomar en cuenta durante la realización de un *due diligence* para una empresa concesionaria de un proyecto de infraestructura pública para, finalmente, analizar aquellas cláusulas del contrato de compraventa de acciones que tendrán particularidades respecto de tales contratos empleados para otros sectores.

II. DESARROLLANDO UN PROYECTO DE APP

¿Por qué una APP? Desde el punto de vista del Estado, tomar la decisión de que un proyecto de

infraestructura pública se desarrolle bajo un esquema de APP pasa por una serie de consideraciones, siendo las principales las presupuestarias y técnicas. Como indica Cornejo:

El término APP no tiene una definición única entre los autores, pero es usualmente utilizado para describir un amplio espectro de posibles relaciones entre el sector público y el sector privado para llevar a cabo un proyecto o proveer un servicio. Las APP están basadas en el reconocimiento de que, tanto el sector público como el sector privado, pueden mutuamente beneficiarse uniendo sus recursos financieros, conocimientos y experiencia para mejorar la entrega de los servicios básicos a todos los ciudadanos (2006, p. 214).

Ciertamente, siendo el Estado el responsable de brindar a los ciudadanos infraestructura y servicios públicos de calidad, debe buscar la manera más eficiente de hacerlo, y, por ello, ve al privado como un socio que, por un lado, puede proveerle de la experiencia técnica para hacerlo; y, por otro lado, liberarlo de destinar recursos a la construcción, operación y mantenimiento del proyecto.

Sobre el particular, en los numerales 20.1 a 20.3 del Decreto Legislativo 1362, Decreto Legislativo que Regula la Promoción de la Inversión Privada Mediante Asociaciones Público Privas y Proyectos en Activos, se señala lo siguiente:

20.1 Las Asociaciones Público Privadas constituyen una modalidad de participación de la inversión privada, mediante contratos de largo plazo en los que interviene el Estado, a través de alguna entidad pública y uno o más inversionistas privados.

20.2 Mediante Asociaciones Público Privadas se desarrollan proyectos de infraestructura pública, servicios públicos, servicios vinculados a infraestructura pública y servicios públicos, investigación aplicada, y/o innovación tecnológica.

20.3 En las Asociaciones Público Privadas, se distribuyen riesgos y recursos; en este último caso, preferentemente privados.

Se observa, pues, lo que indicábamos en el párrafo anterior: el Estado traslada al privado (mediante un contrato que este suscribe voluntariamente porque estima obtener una renta del mismo) la obligación de incurrir en la inversión de desarrollar el proyecto, liberándose de la carga financiera (y presupuestal) de forma inmediata (inmediata porque no se verá en la obligación de asumir directamente el costo de la construcción, sino que –usualmente– pagará al privado por la construcción una vez que se haya concluido la obra y pueda

brindarse el servicio u operarse el bien público)¹; y, además, se asegura contractual y regulatoriamente que el servicio será brindado bajo unos estándares mínimos de calidad (de lo contrario, el privado no recibiría su retribución –como fuere que esta esté determinada–).

Ahora, para lograr lo anterior, a diferencia de otros esquemas de participación del sector privado en la infraestructura y servicios públicos –como puede ser la privatización, en un esquema de APP generalmente plasmada bajo un contrato de concesión– el privado es quien tiene el manejo de los activos de la concesión, pero bajo un control muy estricto por parte del Estado. En palabras de Barrantes:

Bajo un régimen de concesiones, el concesionario, entonces, no podrá enajenar los activos, poniendo así en riesgo la continuidad en la provisión de servicios públicos. En otras palabras, cuando el interés público está en cuestión, la concesión es el mecanismo de segundo mejor, en el lenguaje económico, para lograr una provisión continua, sostenible y eficiente de infraestructura. Dicho de otro modo, la concesión permite traer gestión privada y recursos frescos para la ampliación, operación o modernización de la infraestructura, al mismo tiempo que el Estado mantiene un control sobre los usos a los cuales se destina (2009, p. 330).

En resumen, un esquema de APP permite al Estado proveer (a través del privado) de infraestructura y servicios públicos sin destinar recursos y usando la capacidad del privado y, a la vez, mantener cierto nivel de control sobre cómo, cuándo (y hasta cuándo) y en qué condiciones el privado realizará estas actividades.

Ahora bien, por un lado, tenemos al Estado que busca que se desarrolle un proyecto y se brinde un servicio público o se permita el uso de un bien público, para lo cual recurre al privado, con quien suscribirá –en términos generales– un contrato de concesión; por otro lado, el privado suscribirá este contrato y destinará recursos para el desarrollo del proyecto porque, bajo la modalidad de retribución acordada, espera recibir una renta del proyecto. Por ello, en el contrato de concesión los riesgos deberán ser adecuadamente asignados entre las

partes, de lo contrario, el Estado puede perder control sobre el proyecto (plazos de construcción, calidad de los bienes o servicios, uso de los bienes de la concesión, etc.).

Como punto de partida, debe tenerse en cuenta que el elemento central a considerarse en el desarrollo del proyecto es la adecuada asignación de riesgos. Sobre el particular, Felices indica:

Los PPP se diferencian de otras estructuras de inversión en que la provisión de un bien o la prestación de un servicio público bajo un PPP se realiza mediante la constitución de un vehículo legal especial que es financiado y operado por el sector privado (usualmente con algún componente financiero proporcionado por el sector público), pero en el cual los riesgos derivados de la realización del proyecto han sido contractualmente distribuidos entre ambos sectores en función de quien se encuentre en mejor posibilidad de asumirlos a un menor costo. En este sentido, el propósito del vehículo legal constituido será el proveer un bien o prestar un servicio a su cliente y contraparte (es decir, al sector público) a cambio de una contraprestación determinada. [...] En los PPP [...], el Estado es el promotor del proyecto y el que establece, como punto de partida, los resultados que deben ser alcanzados [...] dejando en manos del inversionista privado los medios a través de los cuales hacerlo. En la medida en que es el propio sector público el que define los resultados que desea obtener, existe un alto grado de control sobre los niveles mínimos de calidad y operación de la obra una vez que esta haya sido culminada (2005, p. 142).

En resumen, tenemos por un lado a un Estado que tiene, como parte de sus roles, el de proveer de bienes y servicios públicos a la población, pero no necesariamente cuenta con los recursos financieros o técnicos para desarrollarlos. Por ello, busca al sector privado, el que, a cambio de una renta, se compromete a hacerlo. Para lograr ese propósito, el Estado traslada al privado una serie de riesgos que surgen del desarrollo del proyecto y conserva otros tantos.

Los riesgos que le son trasladados al privado (*sponsor*) son centralizados en una sociedad cuyo pro-

¹ Como indica Felices:

[...] parte del atractivo de los PPP radica precisamente en que permiten al Estado diferir el impacto financiero (conceptuado como el pago de la retribución que efectúa el Estado a favor del concesionario) hasta el momento en que el servicio es prestado efectivamente a los usuarios finales del mismo; otorgando, por ello, mayor flexibilidad presupuestal a los gobiernos centrales, regionales o locales que promueven el proyecto (2005, p. 140).

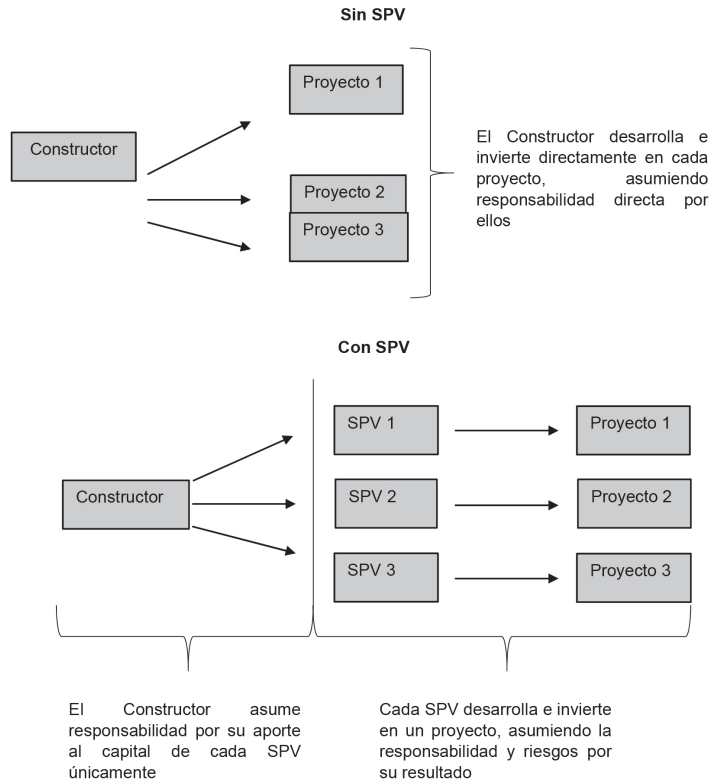
Cabe aclarar que si bien es generalmente cierto que los pagos se realizan una vez que la construcción ha culminado y el servicio es brindado o el bien proveído, recordemos que, en algunos casos de APP cofinanciadas, los pagos del Estado al concesionario se devengan al cumplimiento de determinados hitos constructivos, y pueden comenzar a pagarse luego de un plazo, sin que necesariamente la obra haya culminado en su totalidad.

pósito exclusivo será, justamente, desarrollar el proyecto. De esta manera, el *sponsor* no solo logra aislarse de los resultados y riesgos del proyecto y, de esa forma, poder desarrollar varios proyectos al mismo tiempo, limitando los efectos que los resultados negativos de cada proyecto puedan tener en los demás, sino que, además, puede asociarse con distintos terceros para llevarlos a cabo. A su vez, centralizar el proyecto en una nueva e independiente entidad le permitirá, de una mejor manera, mitigar parte de los riesgos que ha asumido o, incluso, trasladarlos a un tercero.

Imaginemos para este efecto que una empresa constructora desea participar en el desarrollo de una carretera con peajes. Con este propósito objetivo, crea un vehículo de propósito especial

(en adelante, SPV). Si participase directamente, un resultado negativo en el proyecto tendría un efecto en el constructor como tal y, por lo tanto, en el resto de sus proyectos (incluso, un incumplimiento en el repago del financiamiento obtenido para este proyecto podría gatillar un incumplimiento cruzado en otros financiamientos, poniendo al constructor en una difícil situación). Sin embargo, al incorporar al SPV en la estructura, limita su riesgo al aporte de capital que realiza a dicho SPV². Asimismo, al tener un SPV, el constructor podrá convocar a terceros inversionistas que deseen también participar del proyecto, lo cual, sin el SPV, implicaría que el tercero invierta directamente en el constructor y, con ello, en los demás proyectos que este desarrolla (y en los riesgos asociados a tales otros proyectos).

Gráfico 1



Fuente: Elaboración propia

Asimismo, como hemos visto, el desarrollo de proyectos de APP supone una adecuada asignación de riesgos entre los distintos participantes (directo o indirectos), lo que, en consecuencia, conlleva un entramado de contratos entre todos

ellos (concesionario, *sponsors*, concedente, financiadores, constructores, operadores, aseguradores, entre otros), a través de los cuales tales riesgos son asumidos por quien pueda mitigarlos de la mejor manera³.

² Recordemos que la responsabilidad de los accionistas se limita a sus aportes.

³ Como indica Barrantes:

[...] la recomendación eficiente para la asignación de riesgos entre los agentes depende del grado en que el agente puede influir en el resultado del riesgo, es decir, puede controlarlo; así como el grado en que el agente puede sobre-llevarlo, es decir, cuál agente lo soporta al menor costo posible (2009, p. 330).

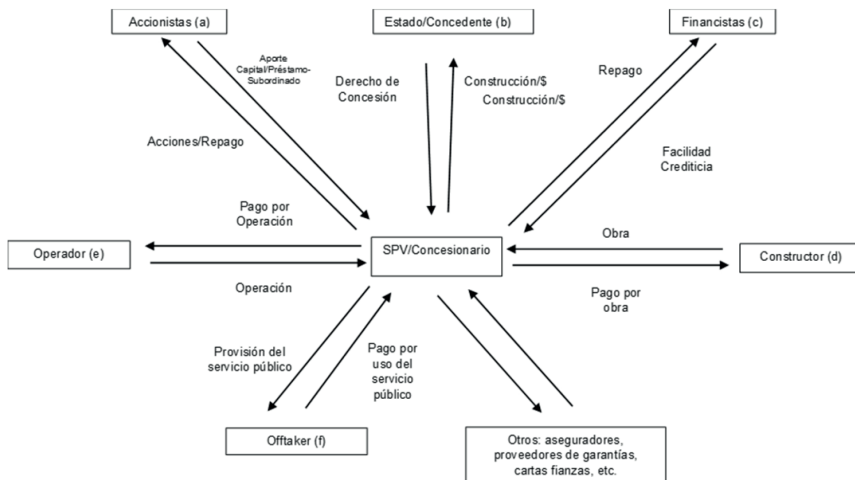
Tengamos en cuenta que cuando un desarrollador participa de un proyecto de infraestructura, al suscribir el correspondiente contrato de concesión, asume el compromiso de culminar ciertas obras y luego operar la concesión. Durante la etapa de construcción el proyecto no está generando ingresos, por lo que es imperativo que se culmine y entre a etapa de operación. Recordemos que el *sponsor* del proyecto se aisló del riesgo de este mediante la creación de un SPV que tiene como único activo (al menos al momento inicial) al derecho de concesión, ya que no tiene otros activos, no tiene fuentes de ingresos propias de su objeto social. En ese sentido, es necesario asegurarse que el proyecto será culminado.

¿Quiénes asumen un mayor riesgo en este periodo? Estos son, pues, financiadores (en general bancos o partícipes en el mercado de valores) y el propio concedente. Ambos quieren que la obra

llegue a término y opere: los primeros por cuanto esa operación del proyecto será su única fuente de repago (recordemos lo indicado en el párrafo anterior), y el segundo por cuanto requiere que la obra se culmine a fin de brindar el servicio público para el cual se adjudicó la concesión. Para ello, deben asegurarse que intervengan las entidades adecuadas en todos los niveles: desde quienes son el concesionario y sus *sponsors* a quienes serán los proveedores de servicios del concesionario, pues un incumplimiento de estos puede derivar en un incumplimiento del cronograma de obras, y este último no solo no permitirá que se llegue a etapa de operación a tiempo, sino que, además, no permitirá que se inicie el repago de la deuda en el plazo esperado. Todo hay que cuidarlo.

Así pues, podemos graficar el desarrollo y financiamiento de un proyecto de infraestructura de la siguiente manera:

Gráfico 2



Fuente: Elaboración propia

Donde:

a) El SPV/Concesionario suscribe un contrato de concesión con el Estado/concedente, por medio del cual el SPV se compromete a ejecutar determinadas obras para poner operativo un determinado proyecto (una carretera, una planta de tratamiento de agua, un hospital, etc.) y a operarlo cumpliendo determinados niveles de servicios. Durante el periodo de vigencia de la concesión, los bienes de la concesión son del concesionario para luego (al término) ser revertidos o transferidos al concedente. Asimismo, durante la operación, los ingresos por la operación de la concesión y prestación del servicio público corresponden al concesionario (sin perjuicio de pagos al concedente, de ser el caso).

b) A fin de proveer de fondos al SPV, los accionistas (*sponsors*) realizan aportes de capital o préstamos subordinados (a las facilidades crediticias mencionadas en c) y asumen ciertos otros compromisos de realizar aportes de capital adicionales en caso sea necesario para concluir la construcción del proyecto encomendado.

c) Una o más entidades financieras proveerán de financiamiento a través de una o varias facilidades crediticias (dependiendo del tamaño de la inversión, complejidad del proyecto, etc.). A fin de garantizar estas facilidades, el SPV otorgará garantía sobre el derecho de concesión (a través de una hipoteca), los cobros que reciba del (de los) *offtaker(s)* (comúnmente mediante un fideicomiso de flujos que servirá como garantía y medio de

- pago) y a los que tenga derecho a recibir de sus proveedores (por ejemplo, indemnizaciones que le corresponda recibir de parte del constructor), y, en general, sobre sus bienes (distintos a los bienes de la concesión), incluyendo la cesión de posición contractual de sus contratos con terceros (condicionada a un incumplimiento del financiamiento).
- d) A fin de construir el proyecto, el concesionario suscribirá un contrato de construcción (Engineering, Procurement and Construction [en cursiva] [EPC], generalmente a suma alzada), por el cual tendrá que pagar al constructor bajo los términos de dicho contrato (generalmente en función a la consecución de ciertos hitos constructivos), en la medida que el proyecto se construya bajo los términos exigidos en el contrato de concesión (y el de obra).
 - e) A fin de operar el proyecto, el concesionario suscribirá un contrato de operación y mantenimiento por el cual el operador se compromete a operar la infraestructura y mantenerla de acuerdo a los requerimientos de niveles de servicio establecidos en el contrato de concesión.
 - f) Los ingresos del proyecto, una vez concluida la construcción (o de los hitos constructivos o funcionales, de ser aplicables), vienen dados por los usuarios del servicio (por ejemplo, quienes pagan el peaje de la carretera construida, hacen uso de los servicios del hospital concesionado, etc.) y/o del concedente, en el caso de proyectos cofinanciados⁴. Estos ingresos servirán para atender el pago de la deuda y otros servicios recibidos.

Habiendo explicado a grandes rasgos algunas características de las APP, así como los principales componentes del desarrollo de este tipo de proyectos, corresponde ver cómo es que estas características impactan en el proceso de adquisición de una empresa titular de un proyecto de infraestructura.

Para ello analizaremos: (i) aquellos aspectos más relevantes que deben tenerse en cuenta durante el proceso de *due diligence* legal que se realice al SPV y al proyecto, que, en mi opinión, marca la pauta de buena parte del contenido que tendrá el acuerdo de adquisición; (ii) los principales términos y condiciones que aplican de forma particular para

la adquisición de empresas titulares de una concesión de APP, en especial, las condiciones precedentes que deben tenerse en cuenta y que, como indiqué, vienen dadas en buena parte por los resultados del proceso de *due diligence*; y (iii) las obligaciones (o *covenants*) a cargo del vendedor.

III. *DUE DILIGENCE*

Como señala Payet:

A diferencia de la mayoría de las operaciones de compraventa que se realiza en el mercado [...] las ventas de empresas no son normalmente operaciones simples y requieren un procedimiento y de unos acuerdos contractualmente crecientemente sofisticados y complejos. Ello deriva, claramente, de la naturaleza del objeto mismo de la entidad que es objeto de la transacción. Si bien desde el punto de vista jurídico, la adquisición de una empresa se instrumenta o realiza en la mayoría de los casos a través de la adquisición de acciones, operación que, en abstracto, no tiene nada de complicado; en la realidad de las cosas la complejidad de la entidad “subyacente” a las acciones, la empresa, que es lo que en verdad quiere adquirir el comprador, hace que estas operaciones disten mucho del simple endoso de unos títulos valores o de la mera orden a una sociedad agente de bolsa para ejecutar una compraventa bursátil de acciones. En este tipo de operaciones, la compra de las acciones es solo un el medio para adquirir la titularidad última de la empresa. Como se sabe, la atribución a la sociedad anónima de personalidad jurídica (y consecuentemente, la capacidad de ser titular de derechos y obligaciones) hace que esta se convierta en titular de una serie de relaciones jurídicas de propiedad, crediticias, de derecho público y de derecho privado, de una gran complejidad (2009, p. 71).

Todas esas relaciones tienen que ser conocidas por el comprador para determinar si es que esa entidad que pretende adquirir (o en la que pretende participar) puede continuar sus actividades y generar el valor esperado. Para ello es el *due diligence*.

El *due diligence* legal consiste en la revisión de la información de la empresa objetivo y sus activos (y en algunos casos, incluso, sus accionistas) a fin de determinar la existencia de riesgos en la transacción o alguna contingencia que pudiera impactar en el negocio adquirido. Como indican Reed y Elson:

⁴ Cabe precisar que, en ciertos proyectos, los ingresos provenientes directamente de la prestación del servicio no son suficientes para permitir al concesionario recuperar su inversión, por lo que el Estado entra a suplir ese déficit. Estos son los proyectos cofinanciados.

En fusiones y adquisiciones (F&A), el *due diligence* se refiere primariamente a la revisión que realiza el adquirente de un candidato a ser adquirido a fin de asegurarse que la adquisición no conllevará riesgos innecesarios para los accionistas del adquirente. La función básica de un *due diligence* en F&A, por lo tanto, es evaluar los beneficios y responsabilidades de una posible adquisición mediante la revisión de todos los aspectos relevante pasados, presentes y futuro predecible del negocio a ser adquirido. Aquellos que realizan esa evaluación deben enfocarse en riesgos (2011, pp. 6-7) [traducción libre]⁵.

Siguiendo la idea de Payet antes citada, a diferencia de bienes tangibles, los cuales se caracterizan porque uno los puede ver, tocar, probar, etc., en el caso de una empresa, el valor de la misma viene representada por sus activos (incluyendo derechos contractuales) y los flujos que estos generan o son capaces de generar. A fin de determinar que tales activos son capaces de mantenerse en el tiempo y producir los flujos del negocio sin que estos se vean afectados en el futuro, es necesario que la empresa objetivo entregue al potencial comprador información de sí misma y de tales activos. Tengamos en cuenta que el comprador inicia las tratativas de adquisición en función a estimados de valor, pero dicho estimado puede verse impactado por factores como contingencias laborales o tributarias, contratos que requieren autorización para efectuar el cambio de control, (in)cumplimiento de obligaciones medioambientales, y un largo etcétera. La forma en la que el adquirente puede conocer esos factores y llegar a un precio que se ajuste más a la realidad es acceder a (y analizar la) información proporcionada por la empresa, pues de otra forma, usualmente, no es pública.

Así pues, el *due diligence* podrá ayudar a determinar si efectivamente quien vende las acciones es titular de las mismas, no tiene ninguna limitación para efectuar la transferencia (pueden existir contratos que gatillen incumplimientos en caso de cambio de control o, como veremos, algunas

limitaciones contractuales que parten del contrato de concesión), si sobre las acciones no pesa algún gravamen, si es que los principales contratos de la empresa objetivo están vigentes y vienen siendo cumplidos (imaginemos que adquirimos una compañía industrial que opera sobre un inmueble arrendado. En ese caso es vital conocer que el contrato de arrendamiento sigue vigente y hasta cuándo, y si el arrendador ha declarado la existencia de algún incumplimiento), etc.

Con ello, es claro que el *due diligence* es una parte de suma importancia del proceso de adquisición de una empresa, sin importar el sector en el que desarrolle sus actividades. Citando a Reed y Elson:

La fase de *due diligence* de una adquisición —el estudio de los riesgos que la transacción enfrenta— puede hacer la diferencia entre el éxito y el fracaso. Muchas transacciones que se ven bien en el reverso de un sobre se ven mal en una hoja de cálculo. Los adquirentes deben enfrentar todos los hechos —incluso los escenarios más pesimistas—. Por ello el *due diligence* debe ser considerado en conjunto con otras actividades y objetivos del proceso de adquisición, incluyendo planeamiento estratégico, valorización, financiamiento, estructuración, y —más importante— el gráfico de la empresa combinada, con todos sus nuevos riesgos y oportunidades (2011, p. 3) [traducción libre]⁶.

Obviamente, dependiendo del sector en el que la empresa objetivo se desenvuelve, los aspectos a cuidar del *due diligence* serán unos u otros, o deberá dársele un especial énfasis a unos sobre otros. Imaginemos que nos encontramos por hacer un *due diligence* para la adquisición de una empresa que brinda servicios de *outplacement*. En ese caso, por ejemplo, las consideraciones ambientales no serán relevantes (o lo serán muy poco), a diferencia de si nos encontramos frente a una empresa de exploración y explotación minera. Del mismo modo, en el caso de empresas que desarrollan y operan proyectos de infraestructura, casi todos los aspectos de un *due diligence* deben

⁵ Texto original:

In mergers and acquisitions (M&A), due diligence refers primarily to an acquirer's review of an acquisition candidate to make sure that its purchase would pose no unnecessary risks to the acquirer's shareholders. [...] The basic function of M&A due diligence, the, is to assess the benefits and liabilities of a proposed acquisition by inquiring into all relevant aspects of the past, present and predictable future of the business to be purchased. Those who are making this assessment should focus on risk (Reed & Elson, 2011).

⁶ Texto original:

The due diligence phase of an acquisition —the study of the risks that the deal poses— can make the difference between success and failure. Many a deal that looks good on the back of an envelope looks bad in a spreadsheet. Acquirers must face all the facts —even worst-case scenarios. This is why due diligence must be considered in conjunction with other acquisition activities and goals, including strategic planning, valuation, financing, structuring, and —most important— charting the future of the combined company, with all its new risks and opportunities (Reed & Elson 2011, p. 3).

ser considerados con mucho cuidado (recordemos que es el derecho de concesión su fuente de ingresos y básicamente su único activo); sin embargo, en casi todos ellos (aspectos corporativos/societarios, tributarios, contractuales, financieros, laborales, medioambientales, *compliance*, inmobiliarios, entre otros) existen elementos muy particulares que deben ser tomados en cuenta con una visión diferente a cuando hacemos un *due diligence* a empresas de otros sectores. Recordemos que el desarrollo de un proyecto de APP es un entramado complejo de contratos y asignaciones de riesgo entre los distintos intervinientes; por lo tanto, revisar que estos estén vigentes, que se estén cumpliendo y que realmente asignen los riesgos, resulta vital.

Asimismo, un aspecto relevante antes de iniciar un *due diligence*, es conocer bien qué se está comprando y cuál es la intención del adquirente. Como señala Carney:

Es importante que los individuos que realizan la investigación tengan una clara idea de qué están buscando determinar con la investigación. Podría ser una simple pregunta de si hay o no una cantidad sustancial de contingencias no reveladas. Por otro lado, puede ser mucho más complicado e involucrar las capacidades de producción y marketing futuras; si ciertas plantas podrán ser cerradas o expandidas; si un sistema diferente de mercadeo deberá emplearse, y si el negocio del vendedor podrá integrarse a las operaciones del comprador (2011, p. 159) [traducción libre]⁷.

Pensando en, por ejemplo, la adquisición de un concesionario de carreteras, distinto será si se pretende adquirir una carretera ya concluida a una que todavía tiene tramos por construir. De hecho, quienes pretendan adquirir una u otra serán compañías de perfiles muy diferentes.

En el primer caso, seguro veremos empresas que realizan operación y mantenimiento o fondos de inversión que esperan obtener una renta de la operación de la carretera; mientras que, en el segundo, seguro participarán empresas que tienen un brazo de construcción. Lo mismo ocurre cuando hacemos el análisis de la información que proporciona la empresa objetivo: si tenemos un proyecto ya concluido, el análisis de los contratos de construc-

ción no será tan relevante, como sí ocurrirá si es que la construcción del proyecto no ha concluido.

Dicho esto, a continuación, analizaremos qué particularidades debemos tener en cuenta cuando realizamos el *due diligence* de una empresa concesionaria de un proyecto de infraestructura pública.

A. Aspectos corporativos y societarios

Sin perjuicio de la revisión que obviamente debe realizarse respecto de la información de titularidad de las acciones (o en general títulos de participación) a vender, a efectos de determinar que quien vende es el titular de tales valores bajo la normativa peruana y el cumplimiento de otras normas relevantes (celebración de juntas, nombramiento de directorios, etc.), para fines de un *due diligence* de una empresa titular de un proyecto de infraestructura pública, los aspectos corporativos deben ser revisados de la mano con el correspondiente contrato de concesión y los contratos de financiamiento aplicables.

Por un lado, es usual que los contratos de concesión dispongan que el concesionario (empresa objetivo materia del proceso de adquisición) debe contar con un monto específico de capital social suscrito y pagado. Esta suma viene determinada en función al monto de la inversión que el proyecto demanda. Asimismo, usualmente los contratos de concesión disponen ciertas obligaciones de capitalización de las empresas concesionarias (por ejemplo, que la empresa esté constituida y con el capital social suscrito totalmente y pagado en, cuando menos, un 25% a la fecha de firma del contrato de concesión; que el capital social se encuentre 100% pagado a la fecha de cierre financiero, etc.). En ese sentido, es necesario determinar en el *due diligence* si dichas obligaciones se vienen cumpliendo a fin de conocer qué aportes (y por cuánto) deben realizarse al capital social del concesionario, o si el concesionario se encuentra en situación de incumplimiento y si, en consecuencia, es posible que se declare la caducidad del contrato de concesión.

Junto con esa obligación de realizar aportes, los contratos de concesión establecen restricciones bastante rígidas para la transferencia de acciones del concesionario, especialmente del denominado 'socio estratégico' (o la llamada 'participación mínima').

⁷ Texto original:

It is important that the individuals conducting the investigation have a clear idea of what they are attempting to determine in this investigation. It may be a simple question of whether or not a substantial number of undisclosed liabilities exist. On the other hand, it may be much more complicated and involve the future marketing and production capabilities; whether certain plants can be closed or expanded, whether a different system of marketing can be used, and whether the seller's business can be integrated with the purchaser's operations (Carney, 2011, p. 159).

Como vimos, parte de la intención del Estado de concesionar un proyecto a través de una APP es aprovechar los conocimientos técnicos y experiencia del privado en el desarrollo de estos proyectos; por ello, como parte de ese control que el esquema de APP le permite conservar, se exige que el adjudicatario de una concesión de infraestructura pública y sus accionistas acrediten una serie de cualidades técnicas, las cuales suponen acreditar haber desarrollado proyectos similares al que será adjudicado en el pasado. Estas cualidades no deben existir, obviamente, solo en el momento de adjudicación de la concesión, sino que el concedente desea que aquel que acreditó experiencia permanezca en el proyecto por un determinado periodo de tiempo. Los contratos de concesión generalmente establecen, pues, limitaciones a la transferencia de esta participación mínima del socio estratégico por un determinado periodo de tiempo luego del cual, lejos de ser de libre transferencia, el adquirente deberá acreditar que cuenta con las capacidades técnicas que tuvieron que ser acreditadas por el adjudicatario de la concesión establecidas en las bases correspondientes.

Es necesario, en ese sentido, realizar una revisión exhaustiva del contrato de concesión a fin de determinar si se están adquiriendo las acciones de dicho socio estratégico, si existen tales limitaciones a la transferencia de acciones y en qué etapa del desarrollo del contrato nos encontramos, a fin de determinar si tales limitaciones continúan siendo aplicables o no, y si el adquirente cumple con los requisitos técnicos aplicables. Es, pues, un elemento esencial en el proceso de *due diligence*.

De otro lado, los contratos del financiamiento del proyecto no solo contienen obligaciones corporativas a cargo del concesionario, sino también (en especial hasta la fecha de inicio de operaciones luego de concluida la construcción) de los accionistas de este. Así, por ejemplo, es usual que durante la etapa de construcción los accionistas, no se obliguen solo a realizar los aportes al capital social del concesionario que se requieren bajo el contrato de concesión, sino a realizar aportes adicionales en caso se presenten sobrecostos en la construcción. A criterio de los financistas, los aportes de los accionistas exigidos en el contrato de concesión pueden resultar insuficientes para el nivel de inversión requerida y deuda asumida, por lo tanto, exigen establecer una obligación mayor en los contratos de soporte de accionistas que forman parte de la estructura del financiamiento.

Asimismo, como parte de las garantías otorgadas bajo los documentos del financiamiento del proyecto, las acciones del concesionario (con las limi-

taciones que puedan establecerse en el contrato de concesión) pueden haber sido gravadas en favor de los financistas, por lo que será necesario conocer los términos y condiciones de dicho gravamen.

Otro aspecto relevante a analizar en el proceso de *due diligence* es la existencia (o no) de acuerdos entre los accionistas del concesionario. Como vimos en la introducción de este trabajo, las estructuras de desarrollo del proyecto permiten al desarrollador asociarse con terceros a fin de llevar a cabo el proyecto y que el riesgo del mismo recaiga en más de una entidad. Así, se asocian constructores, operadores o entidades de capital privado (*private equity*), quienes participan en el capital social del concesionario asumiendo riesgos como accionistas del mismo. Esta asociación se encuentra regulada no solo por los términos del estatuto social del concesionario, sino que, muy comúnmente, en un acuerdo de accionistas.

Resulta imprescindible para el adquirente del concesionario (en caso no adquiera el 100% de las acciones) conocer los términos del acuerdo de accionistas vigente y si este lo vinculará una vez que adquiera las acciones que se propone adquirir. Ciertamente, los acuerdos de accionistas contienen disposiciones respecto a los *quorums* y mayorías aplicables para la adopción de acuerdos (distintos a los establecidos en la ley o el estatuto), condiciones para el nombramiento de directores, condiciones y limitaciones para la transferencia de acciones (pueden existir pactos de preferencia, derechos de acompañamiento *-tag along-* o de arrastre *-drag along-*). Es pues, de suma importancia, conocer los alcances de estos acuerdos a fin de establecer requisitos previos para la adquisición (que veremos más adelante) y cómo deberá regirse la vida social del concesionario luego de esta.

Finalmente, a los financistas también les interesa quién está detrás del concesionario. No es lo mismo que el accionista sea una persona sin experiencia a que sea una que haya desarrollado con éxito proyectos similares y tenga solvencia económica. Por lo tanto, es necesario conocer la extensión de dichas limitaciones a fin de dar cumplimiento a las obligaciones del concesionario. Lo mismo aplica para los otros contratos que ha suscrito el concesionario, pues las cláusulas que limitan el cambio de control son muy usuales en este tipo de estructuras.

B. Aspectos contractuales: contrato de concesión

El derecho de concesión es el principal activo del concesionario que piensa adquirir respecto del cual se realiza el *due diligence*, siendo la princi-

pal fuente de sus ingresos (dada la contraprestación por los servicios públicos que se brindan). Por lo tanto, se trata de un contrato que debe ser revisado detenidamente y ello realizado por todo el equipo que participa en el *due diligence*, incluyendo asesores técnicos.

La revisión del contrato de concesión nos permitirá determinar:

- Las obligaciones que ha asumido el concesionario (cuáles ya han sido ejecutadas y cuáles se encuentran pendientes, así como el plazo con el que se cuenta para su ejecución, y si podrán ejecutarse en dicho plazo). Recordemos que:

[...] por medio de la celebración de un contrato de concesión, el Estado cede a una persona natural o jurídica, denominada concesionario, la gestión de un servicio público, asumiendo este último el riesgo económico de la actividad concedida. El concesionario no actúa por derecho propio, sino que actúa en virtud de un derecho que la Administración le ha conferido para ejecutar y/o gestionar la actividad de la que es titular, autorizando al inversionista privado a utilizar bienes de dominio público para la prestación de servicios bajo su supervisión y/o fiscalización. El concesionario asume la responsabilidad y los riesgos inherentes al desarrollo y explotación del proyecto y se obliga a prestar el servicio de acuerdo a los términos pactados en el contrato de concesión, a cambio de lo cual tendrá derecho a acceder a un sistema de recuperación de la inversión (por ejemplo, mediante fondos provenientes de la tarifa, precio o peaje pagados por el usuario del servicio) (Tassara *et al.*, 2009, p. 149).

Conocer por lo tanto la extensión de las obligaciones asumidas es vital, pues de ellas se derivan.

- Siguiendo con lo anterior, como se indicó, a cambio de desarrollar el proyecto, el concesionario tendrá derecho a un mecanismo para recuperar su inversión y obtener una rentabilidad. Conocer cuál es el régimen de ingresos de la concesión (por ejemplo, cobro de peajes, tarifas, o cofinanciamiento del propio concedente) es pues de suma importancia. En algunos casos el derecho a percibirlos o incrementarlos puede resultar bastante claro. En otros, estos ingresos pueden estar siendo cuestionados o pueden estar en riesgo de serlo. Puede, por ejemplo,

cuestionarse la capacidad contractual del concesionario de establecer nuevos puestos de peaje o incrementar los ya existentes (casos como estos hemos visto varios en los últimos años).

Debe recordarse que, como parte del esquema de APP, el privado realiza una inversión y, obviamente, espera un retorno a cambio. Por lo tanto, verificar la solidez del esquema de compensación del concesionario es vital para el éxito de la adquisición. En este punto es de suma importancia analizar cómo las autoridades vienen comportándose. Como señala Barrantes:

Uno de estos riesgos tiene que ver con el nivel de compromiso del gobierno para hacer cumplir los acuerdos establecidos. De particular relevancia para el inversionista será la libertad que tendrá para fijar las tarifas, ya que determina su flujo de ingresos y, fundamentalmente, su rentabilidad. Cuanta menos libertad, más riesgo, menores incentivos para la inversión y mayores exigencias sobre el nivel de las tasas de rentabilidad para hacer los proyectos viables.

Sevedoff y Spiller (2000) sostienen que además de intentar bajar las tarifas, el gobierno podría utilizar como mecanismo expropiatorio, el desautorizar ciertos costos, poner límites a la compañía operadora para fijar tarifas, exigir inversiones adicionales, intervenir en las políticas de contratación laboral y adquisiciones, entre otros. Estos actos, de ocurrir luego de acordados los términos de la regulación, funcionarían como una expropiación de los activos de la empresa, siempre que las condiciones para su realización no hayan estado incluidas en el respectivo contrato (2009, p. 331).

Es claro que, si las bases del concurso y el contrato de concesión disponen, por ejemplo, que existirán X casetas de peaje, o que el peaje se reajustará periódicamente siguiendo ciertas reglas, los concursantes realizarán sus ofertas en el entendido que esas reglas contractuales serán respetadas. Cuando no se cumple ello, el afectado es el inversionista, pues se impacta directamente en sus flujos de ingresos. Por lo tanto, deberá verificarse si existe claridad en las reglas de determinación de los ingresos de la concesión, qué mecanismos tiene el concesionario para defenderse en caso tales reglas no sean cumplidas, cuál es el marco jurídico sobre el que

debe desarrollarse la toma de decisiones del Estado⁸ y cuál es la forma de compensar al inversionista en caso estos cambios unilaterales se produzcan⁹.

Por otro lado, en el caso de las APP cofinanciadas (como se indicó, aquellas en las que los ingresos esperados de la concesión no serán suficientes para permitir al privado recuperar la inversión, obtener una renta y retribuirle por el servicio brindado) es vital analizar la manera en la que el Estado está asumiendo la obligación de cubrir el déficit de los ingresos de la concesión.

Uno de los elementos comunes en las estructuras que se han venido empleando para el financiamiento de proyectos cofinanciados es que los derechos de cobro del cofinanciamiento surgen con la terminación y aceptación de hitos constructivos¹⁰ y no con la culminación de la obra e inicio de la prestación del servicio; es decir, culminada una etapa de la obra. Esto permite al concesionario (i) generar derechos de cobro cuando todavía está en periodo de construcción; y (ii) en la medida que el concedente debe pagar estos derechos aun cuando no se termine la obra (que, como veremos, no significa que el riesgo del financiamiento sea trasladado al concedente), estructurar financiamientos con cargo a los derechos de cobro que se van generando, ya sea a través de un financiamiento bancario o a través de procesos de titulización de activos.

A fin de que la estructura antes mencionada sea ejecutable y 'bancable' respecto de los pagos del cofinanciamiento, los financistas buscan que los contratos de concesión contemplen que tales pagos tengan las siguientes características principales:

- (i) Incondicionales: Una vez emitido el certificado o acreditada la conclusión de algún hito constructivo por el mecanismo esta-

blecido en el correspondiente contrato de concesión, el pago del cofinanciamiento no está sujeto a compensaciones, deducciones por penalidades o a la conclusión de otros hitos constructivos o del proyecto en general. Es decir, una vez originada la obligación de pago, esta es por un monto fijo (independientemente que parte de la fuente de pago puedan ser los ingresos del proyecto y el concedente únicamente debe aportar la diferencia en caso estos resulten insuficientes) y el concedente no tiene la posibilidad de oponerse al pago o condicionarlo a otras obligaciones del concesionario. De esta manera, se le asegura al financista un flujo fijo de dinero que deberá ser pagado por el concedente (con fondos propios o los ingresos del proyecto, o ambos).

- (ii) Irrevocable: La obligación de pago que se origina por la certificación de hitos constructivos no puede ser revocada ni por el concedente ni por el concesionario. Esto significa que, aun cuando el contrato de concesión sea terminado por cualquier causa, los pagos (evidenciados en los correspondientes certificados o aprobados por el concedente) siguen siendo obligatorios en los mismos términos y plazos en los que se aprobaron originalmente. De esta manera, se le asegura al financista que recibirá los pagos independientemente de la vigencia del contrato de concesión.
- (iii) Libremente transferibles: Aun cuando pueda establecerse que la relación siempre debe mantenerse entre concedente y concesionario, y que los pagos que deba realizar el concedente los haga al fideicomiso que se cree en el marco del contrato de concesión (y no al nuevo titular del derecho de cobro), es necesario que los derechos de cobro sean libremente transferibles sin requerir la aprobación del concedente. De esta forma, se le asegura al financista que el concedente no

⁸ Como señala Huapaya:

[...] la Administración pública (como contratante) solo actúa en la medida que el ordenamiento jurídico le [ha] atribuido previamente de potestades. Caso contrario, somos de la opinión que se estaría afectando y vulnerando la seguridad jurídica y los derechos fundamentales en materia económica como por ejemplo la libertad contractual o iniciativa privada, así como la propiedad [...] [el agregado es nuestro] (2013, p. 298).

⁹ Sobre este tema, Huapaya afirma que:

[...] en todos los casos en los que se ejerza el *ius variandi*, la Administración concedente deberá compensar o restablecer el equilibrio financiero del contrato en función a lo establecido en la legislación correspondiente y de lo pactado en cada contrato (2013, p. 301).

¹⁰ Una alternativa que se ha pretendido establecer en algunos contratos de concesión de proyectos cofinanciados es la sustitución de hitos constructivos por hitos funcionales. Esto se ha planteado en casos donde el componente de construcción no es tan relevante y existe la capacidad de distinguir claramente etapas que pueden funcionar de manera independiente entre sí.

podrá cuestionar la transferencia del derecho de cobro ni la identidad del nuevo titular del mismo.

- (iv) Fecha fija: Este requisito se refiere a que debe tenerse certeza respecto de la fecha en la que el cofinanciamiento comenzará a ser pagado (independientemente de la fecha de emisión del certificado correspondiente). Por ejemplo, que se inicie a pagar el cofinanciamiento devengado por hitos constructivos terminados y aprobados luego de concluido el plazo de construcción contemplado inicialmente en el contrato, aun cuando no se hubiere culminado la obra. De este modo se le asegura al financista que tendrá una fecha a partir de la cual podrá empezar a recibir el repago de la deuda otorgada de manera independiente de cualquier acto o aprobación adicional del concedente o el concesionario.

Las características indicadas bajo ningún supuesto pueden interpretarse como que la obligación de obtener el financiamiento ha sido trasladada al concedente. Debe recordarse que (i) obtener el cierre financiero es una obligación del concesionario y eso ocurre muchas veces (generalmente) sin que se hubieran emitido aún pagos por cofinanciamiento, y, por lo tanto, el incumplimiento en obtener el cierre financiero conlleva a la terminación del contrato de concesión, con las penalidades que se puedan imponer por tal motivo y una reducción en el pago por terminación; y (ii) el costo financiero es incorporado dentro del costo de inversión para el cálculo del monto del cofinanciamiento, por lo que no solo el concedente aprueba las condiciones financieras del financiamiento a fin de determinar que no se le están trasladando costos financieros excesivos, sino que, además, mejores condiciones financieras redundan en un menor pago de cofinanciamiento.

Verificado que estos elementos están presentes, es importante también determinar si es que existe en el contrato de concesión la obligación de presupuestar estos pagos, lo cual no siempre es aceptado por los concedentes. Ello por cuanto el monto a pagar por cofinanciamiento usualmente no es un monto fijo, pues dependerá de los ingresos generados por el proyecto (el Estado viéndose obligado a cubrir el déficit entre el monto del cofinanciamiento y los ingresos del proyecto); así, si presupuesta la totalidad del cofinanciamiento, puede ocurrir que a fin del ejercicio no haya usado todo su presupuesto.

- Si han existido incumplimientos en la ejecución del contrato por parte del concesionario

y si como consecuencia de ellos el concedente tiene derecho a la terminación del contrato de concesión o a la imposición de penalidades y, en este último caso, hasta qué nivel han llegado las penalidades, usualmente los contratos de concesión tienen disposiciones por las que, al alcanzar determinado monto de penalidades impuestas (por ejemplo, 10% del monto de la inversión en el proyecto), el concedente tiene derecho a terminar el contrato de concesión.

Asimismo, es importante determinar si es que existen incumplimiento de parte del concedente y cuáles son las consecuencias de los mismos, pues, por ejemplo, tales incumplimientos podrían dar derecho al concesionario a solicitar una ampliación del plazo de la concesión.

Como veremos más adelante, en este punto es muy usual encontrar incumplimientos de parte del concedente en la entrega de terrenos en los que se desarrollará el proyecto. Esos incumplimientos obviamente generan retrasos en la obra, lo que a su vez genera al concesionario gastos adicionales (financieros o pagos adicionales a los contratistas) que de alguna manera deben ser compensados, por lo que es necesario verificar cuáles son los mecanismos para ello contemplados en el contrato de concesión.

- Cómo se han asignado los riesgos en el contrato y los seguros que se ha obligado a contratar el concesionario. El adquirente debe tener pleno conocimiento de qué riesgos está asumiendo bajo el contrato de concesión, cómo puede cuantificarlos y mitigarlos, y cuál es el límite de su responsabilidad.
- Particularmente, si nos encontramos aún en periodo de construcción, es importante determinar los plazos de ejecución, si es que han existido retrasos y si es que es viable concluir las obras dentro de los plazos exigidos. Puede suceder que se hayan producido retrasos por diversos motivos, por lo que puede resultar imperativo para continuar con el proyecto que se realicen modificaciones en el cronograma de las obras antes de adquirir el activo.
- Qué niveles de servicios se exigen bajo el contrato de concesión y si estos se ajustan a las inversiones que deben realizar o las que ha realizado el concesionario. Como hemos indicado, el Estado quiere asegurarse que las obras efectuadas o los servicios brinda-

dos se ejecuten o provean bajo determinados estándares.

- Cuál es el procedimiento para la transferencia de acciones del concesionario, especialmente considerando lo analizado en el numeral A.
- Cuál es el mecanismo de solución de controversias, técnicas o de carácter legal. Como vimos anteriormente, el concesionario debe cuidar que las reglas para que la determinación de su compensación sean claras y, en caso el concedente pretenda cambiar o incumplirlas, tenga mecanismos que le permitan obtener una compensación adecuada por dicho cambio.

A fin de dar mayor seguridad a los inversionistas, la mayor parte de los contratos de concesión de infraestructura contemplan que las controversias por encima de cierto monto sean dirimidas en un arbitraje internacional bajo las reglas del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (en adelante, CIADI), asegurando de esa manera la independencia de los árbitros, en el entendido que, un arbitraje nacional puede tender a beneficiar al Estado.

C. Aspectos contractuales: otros contratos (no financieros)

Como hemos comentado anteriormente, la estructuración del desarrollo de proyectos de infraestructura implica un entramado de contratos muy complejo, todos ellos necesarios para su correcto funcionamiento.

Pensando solo en aquellos referidos en el Gráfico 2 (y con exclusión de los contratos de financiamiento que serán vistos en el numeral siguiente), es necesario primero determinar qué es lo que el adquirente está buscando con la adquisición y en qué etapa se encuentra el proyecto.

Para desarrollar las dos principales actividades que se presentan durante la vida de un proyecto de infraestructura, construcción y operación y mantenimiento, el SPV (concesionario) contrata a terceros para la realización de estas actividades; estos terceros son, en muchos casos, entidades afiliadas a los propios accionistas. Así, un constructor se encontrará interesado en adquirir un proyecto en tanto el mismo no haya sido concluido aún o exista una importante posibilidad de realizar obras adicionales en el proyecto, de manera que pueda ejecutarlas directamente. Lo mismo ocurrirá con una empresa con experiencia en la operación: se encontrará interesada en operar el proyecto.

En estos casos, pues, es importante realizar un análisis exhaustivo de los contratos de construcción y operación y mantenimiento (en adelante, O&M) a fin de determinar:

- Si existen cláusulas que limiten el cambio de control en el concesionario, de manera que pueda establecerse el procedimiento para obtener, de ser el caso, la autorización del contratista.
- Procedimiento (y costo) para la terminación del contrato o si puede cederse la posición contractual del mismo a un tercero y qué consecuencias tendría la cesión respecto de la responsabilidad por las obras. De hecho, en algunos contratos de concesión los requisitos técnicos también aplican a terceros contratistas, por lo que, en caso se pretenda realizar un cambio de este, deberá verificarse si existen estas limitaciones y si el nuevo contratista cumple los requerimientos técnicos.
- Existencia de algún evento de incumplimiento o potencial evento de incumplimiento en los contratos para determinar sus efectos en dicho contrato y del contrato de concesión.

Los contratos de construcción y operación y mantenimiento en proyectos de infraestructura son preparados de manera que reflejan ciertas obligaciones asumidas por el concesionario frente al concedente —en lo que resulte aplicable— en el contrato de concesión, de forma tal que los riesgos asumidos por el concesionario sean trasladados al contratista. No hace sentido, por ejemplo, que el contratista tenga plazos mayores para la culminación del proyecto que los establecidos en el contrato de concesión, pues la idea es que termine dentro de los parámetros establecidos en este.

Así, a fin de evitar inconsistencias, estos contratos reflejarán lo dispuesto en el contrato de concesión, de modo que: (i) el contratista debe culminar (incluyendo los hitos constructivos aplicables) las obras dentro de los plazos dispuestos en el contrato de concesión; (ii) las obras deberán tener las características técnicas exigidas en el contrato de concesión; (iii) las penalidades aplicables en el contrato de concesión deben ser aplicadas también en los contratos de construcción y operación y mantenimiento, de manera que si se aplica una penalidad al concesionario por un incumplimiento del contratista, el concesionario tenga recurso contra este; (iv) los niveles de servicio aplicables luego de la construcción deberán

ser las exigidas en el contrato de concesión, etc. De esta manera, si bien el concesionario será responsable ante el concedente por los incumplimientos en el contrato de concesión, tendrá acción frente al contratista en caso ese incumplimiento se haya ocasionado como consecuencia de un incumplimiento en el contrato de construcción u O&M.

Por lo tanto, el *due diligence* debe advertir si este principio de contratos espejo se cumple y si, por lo tanto, la ejecución de los contratos de construcción y operación y mantenimiento permitirán al concesionario cumplir con lo exigido en el contrato de concesión.

D. Aspectos financieros

Dentro del esquema del desarrollo de los proyectos de infraestructura, el financiamiento del mismo y los contratos asociados tienen un rol primordial; y las obligaciones asumidas por el concesionario y sus accionistas en tales contratos tienen impacto en todas las actividades que deben realizarse para la construcción y operación del proyecto. Recordemos que, como dijimos antes, durante la etapa constructiva el proyecto normalmente no genera flujos, por lo que, obviamente, es más riesgoso y es interés de todos los intervinientes que el proyecto llegue a la fase de operación.

Es necesario, por lo tanto, conocer los términos de los contratos de financiamiento y las obligaciones asumidas. Estas obligaciones están relacionadas (en adición al pago de la deuda), al cumplimiento de los demás contratos del proyecto, cumplimiento de plazos de construcción, entrega de reportes periódicos, realización de aportes a la concesionaria, constitución de garantías, contratación de seguros, entre otros.

Asimismo, como indicamos anteriormente, los contratos de financiamiento contienen cláusulas que restringen los cambios de control en el concesionario. Justamente por los riesgos derivados de la construcción del proyecto, para los financistas la identidad de los *sponsors* del concesionario es de vital importancia y, por ello, esperan poder evaluar algún cambio en sus accionistas. Por lo tanto, es necesario conocer el procedimiento de obtención de esta aprobación.

Finalmente, los términos del financiamiento y las condiciones para el prepago son relevantes. El adquirente no solo quiere conocer las condiciones del financiamiento obtenido para el desarrollo del proyecto, sino también qué requisitos deben cumplirse a fin de prepagar el crédito recibido o reperfilarse el mismo con una nueva facilidad crediticia, particularmente si la etapa de operación está próxima a iniciarse¹¹.

E. Aspectos tributarios

La relación del concesionario con la administración tributaria y el cumplimiento de sus obligaciones tributarias es obviamente otro aspecto clave a considerar.

Un aspecto relevante a tener en cuenta es si el concesionario aplicó al régimen de recuperación devolución anticipada del Impuesto General a las Ventas (en adelante, IGV). Este régimen:

[...] permite obtener la devolución anticipada del impuesto pagado o trasladado por la adquisición de bienes nuevos, y servicios y, así como por los contratos de construcción, realizados durante toda la etapa preoperativa de un proyecto de inversión que generará operaciones gravadas con el IGV o a exportaciones¹².

A fin de acceder a este, el inversionista (concesionario) debe presentar una solicitud de acogimiento al régimen con el compromiso de acreditar que el proyecto se encuentra en etapa preoperativa, la cual durará más de dos años y que se realizará una inversión directamente relacionada al proyecto mayor a USD 5000 000. De no llegar a la etapa operativa, el IGV devuelto debe ser restituido.

De esta forma, el IGV que el concesionario pague en las facturas emitidas por sus proveedores durante la etapa preoperativa podrá ser recuperado, sin tener que esperar la facturación gravada de los servicios públicos materia del contrato de concesión, lo cual representa una reducción de los costos financieros y una mejora en el flujo de caja.

Una vez aprobado el acogimiento al régimen, las solicitudes de devolución presentadas a la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (en adelante, SUNAT) podrán estar sujetas a fiscalización del cumplimiento de los requisitos sus-

¹¹ Como indicamos anteriormente, la etapa de construcción es la etapa que reviste mayor riesgo en la medida que el proyecto no genera flujos de ingresos y, por lo tanto, no existe capacidad para iniciar el repago de la deuda. Una vez concluida la construcción y que se empiecen a recibir ingresos, el perfil de riesgo del proyecto cambia sustancialmente, por lo que puede ser un buen momento para modificar la estructura de financiamiento del concesionario.

¹² Véase a Riva, G. (s.f.)

tanciales y formales para la utilización del crédito fiscal del IGV devuelto anticipadamente. Por ello, es recomendable que el equipo legal y tributario realice una evaluación integral del proyecto para su acogimiento al régimen, así como durante la aplicación del mismo para reducir el riesgo de comisión de infracciones tributarias.

De otro lado, como en los demás casos, debemos considerar todo el entramado de contratos que el desarrollo de proyectos conlleva y las consecuencias tributarias en cada uno de ellos. Por ejemplo, si se están realizando las deducciones adecuadamente en el caso de los contratos de servicios que el concesionario tiene suscritos, si se están realizando las retenciones por el financiamiento de entidades del extranjero que se hubiere recibido, etc. Asimismo, como parte de la estructura de adquisición, tendrá que realizarse un análisis del impacto que pueda tener el financiamiento que el adquirente obtenga para realizar la compra, teniendo en cuenta que, si pretende transferirse de alguna forma la deuda al concesionario, los gastos financieros no serán necesariamente deducibles en tanto la deuda no fue tomada para el desarrollo del giro del concesionario o para la generación de rentas.

Por otro lado, hay que considerar también si es que el concesionario ha suscrito convenios de estabilidad jurídica. Sobre estos contratos, Danós indica que fueron:

creados para promover, fomentar la inversión privada (nacional o extranjera) mediante el otorgamiento por vía contractual de seguridades jurídicas de que el régimen legal aplicable a los inversionistas y a la empresa receptora de la inversión no será alterado a los beneficiarios por el tiempo que dure el respectivo convenio, aunque el respectivo marco legal pueda experimentar modificaciones dispuestas por el legislador. Constituyen uno de los principales instrumentos que ofrece nuestro ordenamiento para atraer inversiones debido a que contractualiza garantías propias de cualquier régimen jurídico que se precie de su estabilidad, otorgando al inversionista la posibilidad de que en caso de producirse controversias pueda acudir a vía arbitral (nacional y en muchos casos internacional) para solicitar la restitución del régimen legal estabilizado (2013, p. 259).

Es necesario conocer, pues, el régimen de estos contratos, el régimen que se ha estabilizado, si es que estos contratos han sido suscritos por inversionistas y por la empresa receptora de la inversión

(concesionario), y si estos podrán ser cedidos o se verán afectados por el cambio de inversionista. Sobre el particular, el artículo 42 del Decreto Legislativo 757, Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada, “el Estado podrá aprobar la cesión de posición contractual realizada por un inversionista en favor de otro inversionista con respecto al convenio de estabilidad jurídica que hubiera celebrado”. En un escenario de transferencia de acciones por parte de un accionista en una empresa concesionaria, es importante para estos efectos analizar a cuánto asciende la inversión garantizada, en qué cantidad de acciones está representada, cuántas acciones se estarán transfiriendo y si por lo tanto estamos frente a una cesión total o parcial de la inversión garantizada, etc¹³.

Finalmente (aunque no menos importante), debe tenerse en cuenta que la transferencia de las acciones tiene un impacto tributario por la ganancia de capital que pueda obtener el vendedor en la transacción. La ganancia de capital por la venta de acciones está gravada con el impuesto a la renta y viene dada por la diferencia entre el costo de adquisición (incluyendo aportes realizados) y el valor de venta. Tratándose de empresas extranjeras, es necesario que el vendedor obtenga de la administración tributaria un certificado de capital invertido, de lo contrario, no se encontrará en capacidad de acreditar lo que invirtió y, por lo tanto, la tasa del 30% se aplicará sobre el monto total del precio de venta (pues el costo computable es 0).

F. Aspectos laborales

Aunque sin duda existen excepciones, normalmente las sociedades concesionarias tienen una planilla muy reducida y, por lo tanto, pocas contingencias laborales (sus dos principales actividades, construcción y operación, son generalmente encargadas a terceros). Sin embargo, sin perjuicio de realizar un análisis de las contingencias que puedan existir respecto de esa planilla reducida, es necesario evaluar la aplicación de normas sobre tercerización (recordemos las modificaciones que se introdujeron al régimen de tercerización aprobadas a inicios del año 2022), pues, como indicamos, las actividades de construcción y de operación y mantenimiento son generalmente realizadas por terceros. Entonces, ¿ha podido tercerizar estas actividades el concesionario? Siendo positiva la respuesta, ¿se están cumpliendo los requisitos para tercerizar estas actividades?; en caso sea negativa, ¿cuál es el impacto (regulatorio y económico) de haber tercerizado actividades que no debían tercerizarse?

¹³ Sobre la cesión de contratos de estabilidad jurídica, recomendamos a Cárdenas, F. (2012).

G. Aspectos regulatorios

Las actividades materia del contrato de concesión son actividades sujetas a la supervisión de diferentes entidades (Ositrán, Osinergmin, Osiptel, entre otros, así como de las entidades concedentes) y, en consecuencia, al cumplimiento de diferentes obligaciones regulatorias y administrativas (obtención de licencias, aprobaciones, etc.).

Por lo tanto, resulta necesario identificar cuáles son tales obligaciones y conocer el (in)cumplimiento de las mismas a fin de advertir las consecuencias que pueden derivarse (sanciones, multas, o incluso la pérdida de la concesión).

H. Aspectos medioambientales y sociales

La evaluación del cumplimiento de las obligaciones medioambientales y sociales a cargo del concesionario y sus contratistas son muy relevantes al momento de evaluar la adquisición de un proyecto de infraestructura. No importa si el proyecto cubre una gran extensión de tierra (por ejemplo, una carretera o una línea de transmisión) o poca (por ejemplo, escuelas u hospitales públicos).

Es pues fundamental realizar un cuidadoso estudio de qué obligaciones resultan aplicables a cada proyecto, no solo en la etapa (pre)construcción, sino también durante la operación. Hay ejemplos de proyectos que nunca pudieron iniciar construcción (por ejemplo, la Central Hidroeléctrica de Inambari, Proyecto Hidrovías Amazónicas) por, entre otros, no obtener los permisos medioambientales y sociales (o habiéndolos obtenido, haber recibido de la población, en el ámbito de influencia, fuerte resistencia que hicieron inviable el proyecto); como hay proyectos que no han podido continuar con sus ampliaciones por no haber obtenido tales permisos o haber sido revocados.

Deberá revisarse entonces si se cuenta con el Estudio de Impacto Ambiental (EIA) aprobado (o en qué etapa de evaluación está) para las distintas fases de inversión del proyecto (o si será necesario preparar y solicitar la aprobación de un nuevo estudio para etapas futuras); si se cuenta con la licencia social correspondiente en caso sea aplicable; si, estando ya en operación, viene cumpliendo con sus obligaciones medioambientales (por ejemplo, disposición de residuos sólidos, uso de combustibles y materiales peligrosos, etc.). En cualquiera de estos casos tendrá que analizarse si, teniendo los permisos, estos deben actualizarse o, en caso contrario, es necesario obtener alguno nuevo, cuánto demorará y costará obtenerlos y si puede continuar operando mientras

se obtienen; tratándose de otras obligaciones medioambientales derivadas de la operación, se deberá analizar si, de no estar cumpliendo con estas, se corre el riesgo de una paralización de la operación, etc.

I. Aspectos de *compliance*

El sector construcción y de asociaciones público privadas se ha visto bajo mucho cuestionamiento y escrutinio público como consecuencia de los escándalos de corrupción descubiertos (particularmente, los casos Lava Jato y Club de la Construcción).

Es importante, pues, verificar que el concesionario que se pretende adquirir y sus accionistas no solo hayan obtenido el contrato de concesión sin mediar actos de corrupción, sino que en el devenir del desarrollo del proyecto no solo no hubieren cometido tales actos para la obtención de permisos o licencias, sino que, además, tienen implementados sistemas de cumplimiento interno para prevenir y evitar tales actos.

Asimismo, y como consecuencia de los escándalos indicados en el primer párrafo de esta sección, se promulgó la Ley 30737, Ley que asegura el pago inmediato de la reparación civil a favor del Estado peruano en casos de corrupción y delitos conexos, y luego su reglamento mediante Decreto Supremo 096-2018-EF. Como su nombre lo indica, dichas normas fueron aprobadas a fin de que aquellas empresas involucradas en actos de corrupción no transfieran sus activos mientras se realizaban las investigaciones de los delitos correspondientes y, por lo tanto, al terminar tales investigaciones y juicios y determinarse responsabilidades, el Estado peruano tuviese activos contra los cuales dirigirse para cobrar la reparación civil que pudiera ser aplicable.

La norma dividió a las empresas en tres categorías. En términos simples (i) la primera –Lista 1– comprende a empresas que hubieren sido condenadas o hubieren reconocido cometer delitos de corrupción en agravio del Estado peruano, así como las empresas que conforman su grupo económico; (ii) la segunda –Lista 2– comprende a empresas socias o consorciadas de las empresas de la Lista 1; y (iii) la tercera –Lista 3– comprende a empresas a las que se le ha iniciado una investigación por estos delitos y solicita un régimen de intervención al Ministerio de Justicia y Derechos Humanos (en adelante, MINJUS).

En ese sentido, resultará necesario determinar si el concesionario a ser adquirido, sus accionistas o empresas de su grupo económico se encuentran en alguna de dichas listas (que son publicadas una

vez al mes por el MINJUS) a fin de determinar si se vienen cumpliendo con las obligaciones impuestas por la referida ley y su reglamento.

Tratándose de empresas de la Lista 1, entre otras, existe una obligación especialmente relevante para un proceso de transferencia de activos. Conforme a los numerales 4.1 y 4.2 de la referida ley:

4.1. Cualquier persona que pretenda adquirir, bajo cualquier título, algún bien o derecho de alguna de las personas a las que se refiere el artículo 1, así como acciones u otros valores representativos de derechos de participación emitidos por personas constituidas en el Perú comprendidas en el artículo 1, aun cuando estos bienes, derechos, acciones o valores hubieren sido transferidos en fideicomiso o bajo otra modalidad semejante, debe presentar previamente al Ministerio de Justicia y Derechos Humanos una solicitud escrita manifestando su interés. El Ministerio de Justicia y Derechos Humanos informa a través de su portal institucional la presentación de solicitudes de adquisición, así como el estado de trámite ante dicha entidad y su resolución aprobatoria o denegatoria, según el caso. Asimismo puede requerir información adicional y documentación sustentatoria que considere pertinente conforme al reglamento.

El Ministerio de Justicia y Derechos Humanos solicita opinión a la entidad pública a la que corresponda el proyecto, obra pública o concesión a que se refiera la solicitud. Tratándose de concesiones del Gobierno Nacional, se solicita opinión al Ministerio de Economía y Finanzas, de conformidad con los criterios que se establezcan en el reglamento de la presente ley.

4.2. Cualquier persona que realice la adquisición de bienes, derechos, acciones o valores a los que se refiere el párrafo 4.1, sin seguir previamente el procedimiento y realizar el depósito al fideicomiso conforme a lo previsto en los artículos 5 y 7, así como cualquier sucesiva adquisición de dichos bienes, derechos, acciones o valores, son nulas de pleno derecho. El adquirente queda impedido para contratar con el Estado conforme a las normas de Contrataciones del Estado (2018).

Considerando que la inclusión de una empresa en la Lista 1 arrastra al resto de empresas de su grupo económico, es imperativo determinar si la sociedad concesionaria y/o sus accionistas forman parte de dicha lista. En caso la respuesta sea afirmativa, deberá obtenerse la aprobación del MINJUS conforme se indica arriba de manera previa a la adquisición. Tal como dispone la norma, la

consecuencia del incumplimiento no solo implica la nulidad del acuerdo de adquisición, sino que el adquirente será sancionado con el impedimento para contratar con el Estado.

Asimismo, al amparo de la ley bajo comentario, el precio de venta debe ser depositado en un fideicomiso a fin de atender el pago de la reparación civil a cargo del vendedor y tributos adeudados.

El contrato de compraventa deberá contener, de este modo, el procedimiento para obtener la aprobación indicada anteriormente, así como el uso de los fondos de la venta para que el adquirente se asegure que se ha cumplido con el depósito en el referido fideicomiso.

J. Aspectos inmobiliarios

En muchas oportunidades, para el desarrollo de proyectos de infraestructura es necesario adquirir importantes porciones de tierra. Pensemos, por ejemplo, en la construcción de una carretera o de una línea de transmisión. En tales casos, es necesario que el concesionario realice una adecuada evaluación de los terrenos que serán necesarios para la construcción, quiénes son los propietarios o si son bienes del Estado o baldíos, de manera que el concesionario pueda hacerse una idea del costo que significará adquirirlos o si el Estado ha asumido en el contrato de concesión alguna obligación de llevar a cabo expropiaciones.

Resulta, por lo tanto, imprescindible, antes de adquirir un concesionario conocer la situación en la que se encuentra el proyecto a fin de determinar si ya fue concluido o si todavía existen etapas por construir y, en este caso, si es necesario adquirir terrenos adicionales o solicitar al concedente la realización de expropiaciones.

En el segundo caso, este trabajo implica la participación de equipos extra legales (técnicos que puedan realizar un estudio topográfico de los terrenos pendientes de transferencia al concesionario), y permitirá determinar quiénes son los propietarios o poseedores de los terrenos requeridos para continuar las obras, quién debe estar a cargo de la adquisición de estos terrenos y, finalmente, cuál es el costo derivado de estas adquisiciones.

Asimismo, podemos considerar dentro de los aspectos inmobiliarios la liberación de interferencias (líneas de teléfono, tuberías, cables de luz, fibra óptica, etc.) que pueden existir en los terrenos necesarios para la construcción. Estas interferencias pueden suponer un costo muy elevado y demoras en la ejecución de proyectos (que incrementa a su vez los costos correspondientes).

Se advierte, pues, que un correcto estudio de los terrenos necesarios para el desarrollo del proyecto y de las interferencias que deben ser liberadas es imprescindible para evaluar la adquisición de un proyecto de infraestructura. Los costos asociados pueden ser muy altos o pueden representar demoras que impactarían negativamente en la rentabilidad esperada del proyecto (más de una operación de adquisición ha tenido que ser suspendida hasta que se solucionen contingencias en estos aspectos).

IV. CONDICIONES PRECEDENTES

En muchos casos, como consecuencia de ciertos eventos que deben ocurrir u obligaciones que deben cumplirse, es necesario que exista un periodo de tiempo entre la firma del contrato de adquisición y el cierre del mismo (que es el momento en el que las partes deben cumplir sus obligaciones principales: pago del precio y transferencia de las acciones).

En el caso de la adquisición de proyectos de infraestructura, suelen ser varias las condiciones precedentes que se incluyen en los contratos, las mismas que derivan de la revisión que se realizó como parte del *due diligence*. Como indica Miller:

Un gran tema que generalmente se presenta es si va a haber, o debe haber, un cierre diferido, esto es, las partes firman el contrato, pero entienden que no podrán cerrarlo sino hasta que ciertas contingencias externas sean solucionadas. [...] Si existe un cierre diferido, entonces el acuerdo debe contener condiciones para el cierre de las obligaciones de las partes (2008, pp. 231-232) [traducción libre]¹⁴.

Estas condiciones pueden ser muy variadas, desde seguir el procedimiento de adquisición preferente (o de arrastre o acompañamiento descritos anteriormente) a obtener aprobaciones de terceros (financistas, concedente y otras partes contractuales), pasando por, verbigracia, la regularización de permisos o licencias, obtención de dispensas por incumplimientos contractuales, entre otros. Como se indicó arriba, buena parte de estas condiciones se derivan del análisis como parte del *due diligence*. Usualmente tendremos:

- (i) En caso el estatuto social exista un derecho de adquisición preferente, deberá u obtenerse el consentimiento de todos los accionistas o la renuncia al ejercicio de este derecho.
- (ii) De existir un acuerdo de accionistas debe resolverse o modificarse previamente, y si los otros accionistas tienen derechos que se derivan de la adquisición (como el de arrastre y el de acompañamiento), deberán o renunciar al ejercicio de estos derechos o seguirse el procedimiento correspondiente.
- (iii) Deberán obtenerse las autorizaciones que correspondan para la transferencia de las acciones bajo el contrato de concesión, los contratos de financiamiento y demás contratos que contengan restricciones al cambio de control.
- (iv) En caso exista algún litigio pendiente de resolución relevante para la continuidad del proyecto (imaginemos que, por ejemplo, si los accionistas de Rutas de Lima acuerdan la venta del concesionario, el arbitraje iniciado como consecuencia de la declaración de caducidad del contrato de concesión por la Municipalidad de Lima deberá culminar favorablemente al concesionario de forma previa al cierre de la transacción, pues nadie estaría dispuesto a correr el riesgo a perder el proyecto¹⁵), se incluirá en el contrato que este solo cerrará cuando el litigio haya terminado en términos favorables al concesionario. Por ejemplo, puede haber surgido una controversia bajo el contrato de concesión respecto del cumplimiento de los plazos de ejecución de las obras que resulta vital para que el comprador se sienta confortable con el cronograma de obras que está asumiendo; o un litigio en materia tributaria próximo a resolverse cuyo impacto es tal, que no podría ser aplicado al precio o asumido por el comprador.
- (v) En caso resulte de aplicación la Ley 30737 por cuanto el concesionario y sus accionistas están incluidos en la Lista 1 antes indicada, será condición precedente obtener

¹⁴ Texto original:

One big issue that arises is whether there is, or has to be, a deferred closing – that is, the parties sign the agreement, but understand that they cannot close until certain external contingencies are resolved. [...] If there is to be a deferred closing, then the agreement must contain conditions to both parties' obligations to close (Miller, 2008, p. 231-232).

¹⁵ Para contextualizar el ejemplo, la Municipalidad de Lima declaró la caducidad del contrato de concesión de Rutas de Lima por motivos de interés público (si existe tal interés público o no, puede ser motivo de un largo debate), lo que generó el inicio de un procedimiento de solución de controversias bajo el correspondiente contrato. Claramente, el resultado de este arbitraje es una condición para que alguien pueda adquirir el proyecto: en caso el concesionario perdiese el arbitraje, perdería el contrato y con ello, su principal activo.

la autorización previa del MINJUS para que ocurra la transferencia, debiendo cumplirse con los requisitos establecidos en la referida ley y su reglamento.

Por ejemplo, el Grupo Odebretch se ha desprendido de activos importantes en el Perú desde el inicio del escándalo Lava Jato y la publicación de la Ley 30737 y su reglamento. El más relevante es la Central Hidroeléctrica de Chaglla en el 2019 por más de USD 1400 000 000, para lo cual se tuvo que obtener la autorización del MINJUS en un procedimiento que demoró algo más de seis (6) meses.

- (vi) En caso se pretenda prepagar el financiamiento existente, será condición precedente que el nuevo financiamiento haya sido acordado.
- (vii) Si, por ejemplo, alguna etapa de la construcción del proyecto requiere una licencia, permiso o autorización relevante, y esa etapa tiene una incidencia en el precio, podrá incorporarse que, a fin de cerrar la transacción, deberá obtenerse tal permiso o autorización.
- (viii) Obtener el certificado de capital invertido en caso el vendedor se encuentre domiciliado en el exterior.
- (ix) Obtener autorización para la cesión del contrato de estabilidad jurídica.
- (x) Verificar que las multas o penalidades impuestas, de ser el caso, se hubieren pagado oportunamente.

En resumen, serán condiciones precedentes todos aquellos aspectos que razonablemente las partes consideren requisitos esenciales para que sus obligaciones (de pago y transferencia) sean exigibles a fin de que la transferencia no sea nula (cumplimiento de la Ley 30737, por ejemplo), no genere el incumplimiento de otras obligaciones (cumplimiento de requisitos para el cambio de control) o hagan la adquisición económicamente rentable

y razonablemente se trata de actuaciones que deben quedar a cargo del vendedor (que no se prevean retrasos no compensables por la necesidad de autorizaciones adicionales, expropiaciones pendientes, etc.).

V. OBLIGACIONES O COVENANTS

El periodo entre firma y cierre –mientras se cumplen las condiciones precedentes antes descritas– puede ser bastante largo. Dependiendo del procedimiento que tenga que seguirse podemos estar hablando de pocas semanas hasta meses. Las aprobaciones en cumplimiento de la Ley 30737, por ejemplo, pueden llegar a superar los seis meses, en función de la complejidad de la transacción que pretende llevarse a cabo.

Es pues necesario establecer ciertas reglas para lo que pueda o deba hacerse (o evitar o dejar de hacer) durante dicho periodo, de manera que el negocio que se adquiriera al cierre sea el mismo (o sustancialmente el mismo) que el que el comprador aceptó adquirir cuando firmó el contrato de adquisición. Estas son las obligaciones del contrato de adquisición o, por la terminología en inglés, *covenants*¹⁶.

Como indica Miller:

[...] el comprador no quiere que el Objetivo saque dinero del negocio o tome decisiones estratégicas con las cuales pueda no estar de acuerdo. Así que esta sección establece requerimientos para que el negocio sea conducido en su curso ordinario, que no se declaren o paguen dividendos o no se emitan valores [...], no se modifique el pacto social o el estatuto social, no se realicen adquisiciones relevantes de otros negocios o en equipamiento, no se vendan activos más allá de inventarios y similares en el curso ordinario, no se asuma deuda bancaria inusual, no se incrementen compensaciones y no se inicien litigios (2008, pp. 226-227) [traducción libre]¹⁷.

Aun cuando otros contratos del esquema de desarrollo del proyecto ya contengan limitaciones a realizar (o dejar de realizar) actos como los indica-

¹⁶ Ciertamente existen muchas obligaciones que se acuerdan para luego del cierre (por ejemplo, no competencia, no contratar personal de la empresa objetivo, entre otros), pero el tipo de empresa objetivo en el que nos enfocamos en este trabajo únicamente haremos referencia a las obligaciones pre cierre.

¹⁷ Texto original:

[...] the Buyer does not want the Target to be taking cash out of the business or taking strategic actions that it might disagree with. So this section requires that the business be run in the ordinary course, that there be no dividends declared or paid or securities issued [...], no change in the charter or bylaws, no material acquisition of another business or capital equipment, no sale of assets other than inventory and the like in the ordinary course, no unusual incurrence of bank debt, no raises in compensation, and no filing of lawsuits (Miller, 2008, pp. 226-227).

dos en el párrafo anterior (pensemos en las obligaciones de no hacer incluidas normalmente en los contratos de financiamiento de proyectos), el contrato de adquisición deberá incluir sus propias reglas de conducta –para vendedor y comprador– a fin de que el negocio del concesionario que se adquirirá se mantenga en su curso ordinario y el valor que se determinó al momento de suscribir el contrato de adquisición.

Asimismo, es necesario establecer ciertas reglas de conducta a fin de que las partes trabajen activamente en el cumplimiento de las condiciones precedentes: las autorizaciones para realizar el cambio de control no se obtienen solas, sino que el vendedor debe iniciarlas; la autorización bajo la Ley 30737 debe ser iniciada por el comprador, etc.

Entonces, tenemos obligaciones referidas a mantener el negocio como estaba al momento de la firma (que son básicamente obligaciones de no hacer) y otras relacionadas a la obtención de autorizaciones donde sea requerido.

Pueden existir otras más específicas a proyectos de infraestructura, como por ejemplo: (i) en caso parte del valor del concesionario viene dado por obras adicionales (al proyecto original) que se esperan realizar y cuya aprobación se viene tramitando, podrá establecerse que, a fin de recibir el pago esperado, el concesionario previamente deberá suscribir la adenda correspondiente para ejecutar tales obras, para lo cual debe comprometerse a seguir el procedimiento establecido para este efecto en el contrato de concesión; (ii) que se inicie un procedimiento de suspensión por causa de fuerza mayor (de haber ocurrido uno de estos eventos), de manera que pueda continuarse con el cumplimiento del cronograma de obras sin que se apliquen penalidades; (iii) que se obtenga el certificado de recepción de avance o de culminación de obras, según sea el caso, entre otros.

En caso estas obligaciones no se cumplan en cuanto las condiciones precedentes establecidas en el contrato de adquisición o no se cumplan dentro del plazo acordado, las partes podrán resolver el contrato sin responsabilidad.

VI. CONCLUSIONES

A manera de conclusión podríamos indicar lo siguiente:

- Los proyectos de infraestructura tienen particularidades que deben ser consideradas al momento de iniciar un proceso de adquisición. No es lo mismo adquirir una empresa que tiene una concesión de carreteras que

adquirir un laboratorio; cada uno tiene sus propias complejidades.

- El equipo de asesores del adquirente debe considerar tales particularidades en el marco de su asesoría a fin de evitar dejar pasar aspectos relevantes para la transacción.
- En el desarrollo de proyectos de infraestructura encontraremos un entramado complejo de contratos de diferente naturaleza, los cuales impactan fuertemente en el concesionario y en el proceso de adquisición.
- Al desarrollarse estos proyectos a través de vehículos de propósito especial, cuyo –básicamente– único activo es el derecho de concesión, es vital conocer todos estos contratos y los derechos y obligaciones que surgen en cada uno de ellos.
- El *due diligence* que se realice sobre la empresa objetivo deberá tener en cuenta estas características especiales.
- Podemos destacar que deberán analizarse los aspectos corporativos y las obligaciones a cargo de los accionistas pendientes de ejecutar, así como las limitaciones a la transferencia de las acciones que los contratos suscritos pudieran contener; aspectos contractuales y la situación de (in)cumplimiento en cada uno de ellos, de manera que el adquirente decida no adquirir o incorporar en el contrato de adquisición disposiciones que sujeten sus efectos a la corrección del incumplimiento o modificaciones al contrato de concesión; verificación del cumplimiento de regímenes tributarios especiales; situación de los procedimientos de adquisición y expropiación de los terrenos necesarios para el desarrollo del proyecto; cumplimiento de la normativa medioambiental y social; implementación de normas de *compliance* corporativo y cumplimiento con la regulación especial de la Ley 30737, de ser aplicable.
- Por su parte, las condiciones precedentes y obligaciones van a venir dadas, en cierta parte, por los hallazgos del *due diligence*. Así, deberán obligarse a las partes a obtener las autorizaciones requeridas para la transferencia de las acciones (legales o contractuales), modificaciones al contrato de concesión, culminación de litigios relevantes, obtención de licencias o permisos necesarios para las siguientes etapas del proyecto, etc.

En suma, si bien la adquisición de un proyecto de infraestructura tiene muchos aspectos comunes con la adquisición de otro tipo de activos o empresas que se desenvuelven en sectores económicos diferentes, existen algunos aspectos especiales que requieren especial atención y que esperamos haber resumido en este trabajo. 📌

REFERENCIAS

- Barrantes, R. (2009). Los Fundamentos Económicos de las Concesiones de Infraestructura y Servicios Públicos. *Revista de Derecho Administrativo*, (7), 329-337.
- Cárdenas F. (2012). La Transferencia de “Inversión Garantizada” y sus Implicancias en la Adquisición de Empresas y Financiamientos”. *Advocatus*, (27), 109-129.
- Carney, W. (2011). *Mergers and Acquisitions: Cases and Materials*. Foundation Press.
- Cornejo, R. (2006). Inversión Privada en Obras Públicas de Infraestructura y de Servicios Públicos: Una Mirada desde el Sector Público. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (52), 211-219.
- Danos, J. (2013). Los Convenios de Estabilidad Jurídica o También Denominados Contratos Leyes en el Perú. *Ius et Veritas*, (46), 258-269.
- Felices, E. (2005). Asociaciones Público-Privadas para el Financiamiento de Infraestructura: el Nuevo Rostro del *Project Finance*. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (50), 137-150.
- Huapaya, R. (2015). Una Propuesta de Formulación de Principios Jurídicos de la Fase de Ejecución de los Contratos Públicos de Concesión de Servicios Públicos y Obras Públicas de Infraestructura. *Ius et Veritas*, (46), 284-329.
- Miller, E. (2008). *Mergers and Acquisitions: A Step-by-Step Legal and Practical Guide*. John Wiley & Sons Inc.
- Payet, J. (2009). Reflexiones sobre el Contrato de Compraventa de Empresas y la Responsabilidad del Vendedor. *Ius et Veritas*, (39), 66-100.
- Reed, A. & Charles, E. (2011). *The Art of M&A Due Diligence: Navigating Critical Steps and Uncovering Crucial Data*. Mc Graw Hill.
- Riva, G. (s.f.). Régimen Especial de Recuperación Anticipada del IGV. *Ernst & Young*. https://www.ey.com/es_pe/tax/regimen-especial-de-recuperacion-anticipada-del-igv.
- Tassara, D., Gárate D. & Cánepa C. (2009). Garantías que otorga el Estado en las Concesiones de Infraestructura. *Ius et Veritas*, (39), 146-161.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

- Decreto Legislativo 757, Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada, Diario Oficial *El Peruano*, 13 de noviembre de 1991 (Perú).
- Decreto Supremo 096-2018-EF, Decreto Supremo que aprueba el Reglamento de la Ley N° 30737, Ley que asegura el pago inmediato de la reparación civil a favor del Estado Peruano en casos de corrupción y delitos conexos, Diario Oficial *El Peruano*, 09 de mayo de 2018 (Perú).
- Ley 30737, Ley que asegura el pago inmediato de la reparación civil a favor del Estado Peruano en casos de corrupción y delitos conexos, Diario Oficial *El Peruano*, 12 de marzo de 2018 (Perú).