

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA”

Montevideo, febrero de 2021

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
27	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los
Certificados de Participación Serie A y Serie B.
25 - febrero - 2021**

Fideicomiso Financiero:	PAMPA
Fiduciario:	República Afisa
Fideicomitente, gestor, beneficiario:	UTE (Usinas y Trasmisiones Eléctricas)
Monto de la emisión:	USD 15 millones CP Serie A, y USD 82 millones en CP Serie B.
Entidad Registrante y Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo S.A.
Bienes fideicomitados:	(entre otros) Aportes de suscriptores incluso UTE, aerogeneradores, contratos, activos financieros.
Fechas de suscripción:	20/3/15 y 25/9/15
Plazo:	hasta la liquidación del fideicomiso con un máximo de 30 años.
Calificación de Riesgo:	Certificados de Participación A: AA.uy; Certificados de Participación B: A.uy
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de noviembre de 2021
Análisis original de contingencias jurídicas:	Herrera Profesionales Asociados
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación tipo A y B en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Pampa" manteniendo la calificación AA.uy y A.uy respectivamente.

A modo de resumen los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal cual surge del informe jurídico que se adjuntara como anexo al informe de calificación original.
- Es un negocio de renta variable apalancado en un crédito gestionado por UTE, para cofinanciar con los beneficiarios de los CPs todo el Parque.
- La construcción del parque eólico se realizó mediante un contrato llave en mano con una empresa de primer nivel (Nordex SE) acordado y controlado por UTE. La ejecución del contrato se desarrolló de acuerdo a las previsiones presupuestales iniciales, presentando mínimas desviaciones que fueron cubiertas por la contingencia prevista en el proyecto.
- Luego de 4 años de operación plena del parque y a la luz de que sistemáticamente la producción de energía se ubicaba por debajo del potencial establecido en el prospecto, la UTE luego de contratar una consultoría especializada, ajustó las proyecciones de producción. La nueva estimación de producción es ahora de 474.919 MWh en P50 (en el 50% de los casos se situaría en ese nivel o más), esto es un 13,7% menos que la estimación inicial. En estos 4 años el parque produjo 481.216 MWh en promedio por año, lo que implica que durante ese período operó con un factor de capacidad del 38,8% en vez del 44,35% proyectado.
- Es un negocio que juicio de CARE sigue ofreciendo una rentabilidad razonable para los inversores beneficiarios de los Certificados de Participación, tal como para varios escenarios fuera analizado por CARE, sensibilizando el plan de negocios original. En esta oportunidad se vuelve a estimar la Tasa de retorno esperada del capital del WACC (Weighted Average Cost of Capital), recogiendo las variaciones recientes, manteniéndose las conclusiones. Asimismo, CARE recalculó la TIR sobre la base del modelo financiero original, ajustando la producción a la real lograda hasta el momento, obteniendo una TIR del 8,2% (véase Sección IV).
- Con respecto al financiamiento de largo plazo, se aplicó una estructura financiera que consistió en un 30% del monto de la inversión con fondos derivados de la integración realizada por inversores en virtud de la adquisición de certificados de participación, y el restante 70% proveniente de un préstamo de largo plazo obtenido de KFW (Banco de Desarrollo Alemán), el cual fue desembolsado en su totalidad en mayo de 2017.

- En mayo de 2020 se realizó la tercera distribución de fondos por un total de USD 6.500.000, la cual sumada a las dos anteriores alcanza un acumulado de USD 39.500.000. Esta suma es menor a la entregada en los dos años anteriores pero estaría en línea con lo estimado en el modelo original. La próxima distribución de fondos está prevista para abril del presente año.
- Se resalta el papel decisivo de UTE gestionando y garantizando diversas contingencias vinculadas con la remuneración de los CP.
- El proyecto formó parte de una política de aceptación general así como de un plan estratégico de UTE que se viene desarrollando desde hace años.
- En cuanto a las políticas públicas, independientemente de cualquier orientación partidaria no hay evidencia de que las mismas vayan en el sentido de afectar los parques ya existentes. Por otra parte, y más allá de las derivaciones de la contingencia sanitaria actual, existen indicios para el crecimiento del consumo de energía que aseguran la pertinencia de este tipo de emprendimientos

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero Pampa”.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, del mercado de valores, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa ni obstante una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, una expectativa de rentabilidad aceptable. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (T.I.R) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en la primer calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, o de sus respectivas sensibilizaciones o de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva la nota sigue, entre otros criterios, el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y de generación de energía que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Adrián Tamber y Julio Preve. Asimismo CARE contó para su calificación original, con los servicios del estudio jurídico Herrera Profesionales Asociados, cuyo informe y complementos se adjuntaron a la calificación original.

Esta calificación, se actualiza periódicamente no obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

a. Antecedentes generales

Este proyecto es una de varias iniciativas que está llevando adelante la Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas ("UTE") para ampliar la capacidad de generación basada en energías renovables y complementarias de la amplia oferta hidroeléctrica ya existente en el país. UTE es el responsable por la gestión del Proyecto hasta la disolución del Fideicomiso, el cual tendrá un plazo de 20 años, similar al contrato PPA¹.

El parque se ubica en los alrededores de Estación Pampa, a la altura del kilómetro 320 de la Ruta Nacional N°5.

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de un contratista bajo la modalidad llave en mano, siendo la firma seleccionada Nordex SE, una empresa alemana líder mundial en construcción y operación de parques eólicos, y con una presencia destacada en el mercado nacional. La empresa presentó una oferta de financiamiento a través del banco estatal KFW, conjuntamente con una cobertura de riesgos suministrada por Hermes, una agencia estatal alemana con foco en la promoción de exportaciones.

El 31 de marzo de 2017 se emitió el certificado de Recepción Provisional del Suministro, evento que determinó el inicio de la etapa de operación y mantenimiento del parque. Esa fecha de recepción se realizó con posterioridad a la comprometida contractualmente por la contratista, de acuerdo a lo establecido en el contrato de construcción llave en mano, por lo que se le aplicaron a Nordex penalidades por atraso por un total de USD 12.700.000 que permitieron al Fideicomiso Financiero Pampa compensar el desfase de flujos financieros respecto a los fondos previstos.

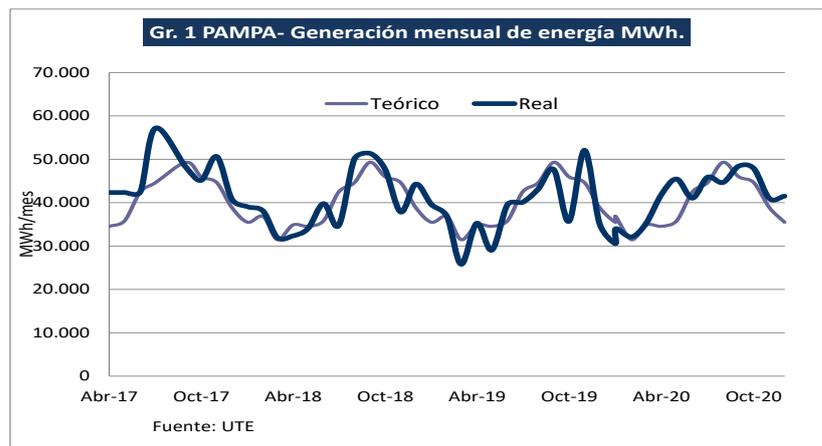
El Proyecto está compuesto por 59 aerogeneradores, de 2.4 MWh de potencia unitaria, totalizando 141.6 MWh. El factor de capacidad aportado por el proveedor para ese modelo de aerogenerador fue de 47.5%. Dicho factor fue revisado por los especialistas de UTE y ajustado a 44.35%, factor utilizado a los efectos de realizar las proyecciones financieras en el Prospecto, determinando una generación estimada de 550 GWh/año. La estimación de producción previa a la instalación del parque fue realizada por la consultora internacional Mott MacDonald a pedido del financiador del proyecto y fue calculada para P50. Como se verá, la producción real fue menor y las proyecciones y a partir de esta actualización se corrigieron a la baja (474.919 MWh/año)².

El costo total del Proyecto fue de USD 323 millones, que se financió en un 70% con cargo a un crédito internacional de largo plazo, y el resto fue aportado por la emisión de los certificados de participación (CPs) del Fideicomiso.

Con relación a la generación real de energía, se presenta a continuación un gráfico de la facturación de energía del Fideicomiso Financiero Pampa desde la entrega definitiva del parque por parte del contratista (abril 2017) y se comparan con los valores teóricos corregidos a lo que será la producción esperada.

¹ . Power Purchase Agreement

² . Resultado de la consultoría "Evaluación de producción de largo plazo para P.E. Pampa", Barlovento Recursos Naturales, 3 de febrero de 2021.



La gráfica considera la generación de energía efectivamente volcada a la red, así como también la que por “restricciones operativas” no se pudo despachar. Esta última se origina en momentos que el parque está disponible para generar energía pero ya sea por exceso de oferta de energía para atender la demanda del mercado o por inconvenientes en las redes de transmisión, el Despacho Nacional de Cargas, unidad encargada de determinar el despacho de energía de todo el sistema nacional, indica al parque que restrinja su producción limitando la inyección de energía al sistema nacional integrado. Esta energía que el parque tiene disponible para inyectar pero que no es despachada por causas ajenas al generador, igualmente se factura, ya que así lo establece el decreto 59/015 y el contrato de compraventa de energía firmado con UTE.

Desde abril de 2017 y hasta diciembre de 2020, el porcentaje de restricciones operativas fue el 10,25% del total facturado.

Una vez ajustada la producción esperada, la performance de facturación del parque eólico ajusta casi perfectamente con la teórica

El 30 de abril de 2018 se realizó la primer distribución de fondos del Fideicomiso por un total de USD 22.000.000 que representaron aproximadamente 22,5% sobre el capital aportado en 2015. Este importante flujo respondió a la acumulación de fondos que no habían podido ser distribuidos con anterioridad debido a los atrasos en la construcción del parque que causaron demoras en la aprobación de los financiadores para efectivizar dicha distribución.

La última distribución anual de fondos se realizó el 5 de mayo de 2020, que fue la tercera, por un total de 6,5 millones de dólares; la próxima distribución se realizará en abril de 2021.

b. Hechos salientes del período

Dado que la producción de energía había estado sistemáticamente por debajo de la proyección inicial luego de casi 4 años de operación, la UTE solicitó diversos estudios para obtener una nueva proyección. En febrero de 2021, la consultora española Barlovento Recursos Naturales presentó a la UTE una nueva estimación de producción para el Parque. Esta consultora estima que para P50, la producción del parque debería ser 474.919 MWh con lo que el factor de planta sería de 38,3. Esto implicó una reducción de un 13,7% respecto

de las estimaciones anteriores, que fueron aportadas por la consultora Mott MacDonald.

La producción real del año 2020 fue de 498.852 MWh, superior en un 5% a la teórica.

3. Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Calificaciones realizadas por CARE a operaciones similares (Parque Eólico Arias y Parque Eólico Valentines).
- Entrevistas con técnicos de UTE.
- Información de generación y facturación, suministrado por UTE.
- Estados Contables del fidecomiso al 31/12/2020³.
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/06/2020⁴.
- EE.CC consolidados y auditados de UTE al 31/12/19.
- Informe Financiero Pampa al 30 de junio de 2020 de UTE.
- Informe de Evaluación de Producción a Largo Plazo del PE Pampa. Barlovento Recursos Naturales, 3 de Febrero 2021.

³. CARE debe aún recibir versión definitiva.

⁴. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2020 se prefiere, por considerarlos más representativos, los EE. CC al cierre del primer semestre.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública y privada certificados de participación Serie A y Serie B respectivamente, en el dominio fiduciario del "FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA".

1. Descripción general

Denominación: "FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA".

Fiduciario: República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)

Gestor: UTE

Entidad

Representante: Bolsa de Valores de Montevideo.

Títulos emitidos: Certificados de participación de oferta pública Serie A y Serie B.

Bienes

fideicomitados: Importes integrados por los suscriptores de los Valores, y los fondos que aporte UTE; los aerogeneradores; los créditos emergentes del Contrato de Compraventa de Energía; los Activos Financieros en los que invierta el Fideicomiso; todos los demás bienes, derechos de cualquier naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso emergentes del propio funcionamiento del Fideicomiso y de las colocaciones transitorias realizadas en valores.

Importe de la emisión: USD 15 millones para la Serie A y USD 82 millones para la Serie B.

Fecha de suscripción: marzo de 2015

Calificación de Riesgo de los certificados de participación A: AA.uy

Calificación de Riesgo de los certificados de participación B: A.uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico fue incluido como anexo en la calificación original (Informe de contingencias jurídicas, véase www.care.com.uy). El mismo procuraba descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. Nada de esto ha variado por lo que se considera innecesario reiterar acá in totum y sólo se recuerda su conclusión final:

“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se aprecia un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado.”

Por las características de esta calificación, el informe jurídico cobra singular relevancia, dado por ejemplo la cantidad de contratos que han debido analizarse, temas de derecho público tanto como privado, etc.

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. *Visto el informe antes mencionado se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Ello no obstante la liquidez de ambos certificados puede considerarse en los hechos como diferente. En efecto, el contrato de opción de venta de los CP Serie A, establece un modo adicional al del mercado para salirse de ellos, inclusive con una rentabilidad asegurada por su eventual comprador, UTE. Los certificados Serie B no tienen esa opción. Aun así, su liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso puede no ser instantáneo. *El riesgo es pues muy bajo para los A y bajo para los B.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Tan importante resulta en este tipo de operaciones el análisis crítico de los flujos proyectados (desarrollado en la sección IV) como la idoneidad de quienes tienen a su cargo la ejecución y administración del proyecto presentado.

En tal sentido, el FF PAMPA presenta la siguiente organización:

- **Fiduciaria:** República Administradora de Fondos de Inversión S.A.(RAFISA)
- **Operador y constructor llave en mano:** Nordex SA
- **Gestor:** UTE

a. Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de República AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

REPÚBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16.774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomisos financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17.703 de octubre de 2003.

Según EE.CC intermedios al cierre del 30/06/2020 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 724.889. Esto supone un incremento algo superior al 3 % respecto al que tenía al 31/12/2019. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)

Concepto	30-Jun-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Activo	808.616	810.023	705.262
Activo Corriente	239.169	224.515	261.447
Activo no Corriente	569.448	585.508	443.815
Pasivo	83.727	107.260	120.097
Pasivo Corriente	66.810	90.321	101.326
Pasivo no Corriente	16.917	16.940	18.772
Patrimonio	724.889	702.762	585.164
Pasivo y Patrimonio	808.616	810.023	705.262
Razón Corriente	3,58	2,49	2,58

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre intermedio de junio 2020, la firma sigue mostrando resultados positivos. En este periodo se produce una caída de los resultados operativos en relación al mismo periodo del ejercicio anterior la que se ve ampliamente compensada por el incremento de los resultados financieros.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a junio de 2020 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-20	30-Jun-19	31-Dec-19
Ingresos Operativos	129.301	142.614	270.520
Gastos de Adm y Ventas	(108.249)	(96.383)	(204.701)
Resultado Operativo	21.053	46.231	65.820
Resultados Diversos	-	120	245
Resultados Financieros	61.394	36.115	65.260
IRAE	(15.394)	(20.228)	(28.376)
Resultados del periodo	67.053	62.238	102.948

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos⁵.

Al 30 de junio de 2020, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

b. Operador, constructor

La empresa proveedora y constructora del parque fue Nordex, una firma de origen danés con sede central en Alemania, de reconocida reputación en el sector.

La construcción del parque ya ha culminado y el mismo se encuentra operativo

De acuerdo a lo anterior, CARE considera que la firma NORDEX ha cumplido con la etapa del contrato que podía generar algún inconveniente de entidad. El riesgo que supone la eventualidad de incumplimiento en la tarea de supervisión es sensiblemente menor, por otra parte ha constituido las garantías de fiel cumplimiento correspondientes.

En consecuencia se considera que la actuación de Nordex dejó de ser un factor de riesgo para el éxito de esta operación.

c. UTE, gestor.

La UTE tuvo y tiene un rol clave en esta operación. No solamente en el diseño de la misma, que fue concebida como un paso más en la política que el ente viene llevando adelante desde hace años, sino por el papel directo que desempeña en su ejecución y como garante.

Es el **gestor**, lo que implica que, por contrato, asiste al fiduciario en todos los aspectos operativos del parque eólico. En particular se encarga de: monitoreo

⁵. En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

de la construcción del parque (etapa concluida); gestión de los permisos regulatorios; gestión de las pólizas de seguros; gestión del financiamiento a largo plazo; gestión de la operativa del parque por los 20 años que dura el fideicomiso.

Es el **adquirente** de la energía que produzca el parque mediante contrato PPA a 20 años en condiciones similares a los contratos privados que ya tiene con otros operadores. Incluso, se compromete a modo de adelanto, a empezar a comprar energía a partir del mes 25 de iniciadas las obras como si estuviera produciendo, en caso que haya demoras imprevistas (plazo concluido sin que fuera necesaria la aplicación de esta cláusula).

Se comprometió a **aportar** los eventuales sobrecostos que pudiera haber en la construcción del parque, no previstos en el presupuesto original, cosa que no ocurrió.

Se comprometió a **rescatar** los CP's Serie A en caso que hubiera que liquidar el fideicomiso por no contar con el financiamiento a largo plazo (esta contingencia no ocurrió) o, incluso, a rescatarlos durante su vigencia a solicitud de los beneficiarios, opción que tendrán una vez al año. En ambos casos, se le asegura a los mismos un rendimiento de 4% anual.

Finalmente, es **beneficiario** de los CP's Serie B, comprometiéndose a integrar anticipadamente por un valor de hasta USD20.000.000 canjeables por aquellos. La integración efectiva realizada en setiembre de 2015 fue de USD19.4 millones.

De todas las obligaciones descriptas, asumidas en esta operación, persisten únicamente: la gestión operativa del parque por el período estipulado (20 años); la adquisición del 100 % de la energía producida al precio establecido por contrato y, eventualmente, rescatar los CP's de la Serie A, en caso que sus actuales tenedores así lo deseen con las limitaciones estipuladas.

Interesa entonces analizar su capacidad en tres dimensiones: jurídica, técnica y económico financiera. La capacidad jurídica y técnica de la UTE fue evaluada positivamente en ocasión de la calificación original por lo que se considera innecesario reiterar acá; en esta sección se hará solamente el seguimiento de su evolución económico financiera en tanto responsable del contrato de compra de toda la energía producida por el parque.

Capacidad económica y financiera

La UTE tiene participación en otras empresas (de dimensiones económicas marginales, al menos por ahora) lo que lleva que sus EE.CC se presenten individualmente y en forma consolidada.

En los cuadros subsiguientes se exponen los estados de situación patrimonial y el de resultados por los tres últimos ejercicios publicados, en ambos casos, consolidados.

Cuadro 3: UTE Estado de Situación Patrimonial consolidado (millones de \$)

Conceptos	31-Dic-19	31-Dic-18	31-Dic-17
Activo Corriente	26.089	25.618	29.947
Activo no Corriente	236.785	230.079	229.911
Total Activo	262.874	255.696	259.858
Pasivo Corriente	20.156	19.017	21.602
Pasivo no corriente	114.330	109.211	106.445
Total Pasivo	134.486	128.228	128.047
Patrimonio	128.388	127.468	131.811
Total Pasivo y Patrimonio	262.874	255.696	259.858
Razón Corriente	1,29	1,35	1,39

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

Como se ve, la situación patrimonial del grupo es muy sólida. La liquidez, medida como el cociente entre el activo y el pasivo corrientes (razón corriente) consolida el nivel por encima de la unidad siendo más que aceptable.

Cuadro 4: UTE Estado de Resultados consolidado (millones de \$)

Conceptos	31-Dic-19	31-Dic-18	31-Dic-17
Ingresos de actividades operativas	51.590	51.536	51.263
Costo de ventas	(30.332)	(27.892)	(23.987)
Resultado Bruto	21.258	23.645	27.276
Gastos Adm. y Ventas	(11.229)	(10.395)	(9.738)
Resultados diversos	(1.975)	(749)	204
Resultado Operativo	8.053	12.501	17.742
Resultados financieros	(4.089)	(1.400)	(2.360)
Resultados antes de impuestos	3.964	11.101	15.382
Impuesto a la renta	2.393	304	(945)
Resultado del Ejercicio	6.357	11.405	14.437
Reserva por conversión	1.568	1.747	
Resultado Integral del Ejercicio	7.926	13.152	

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

El último cierre muestra una vez más un resultado superavitario, aunque en este caso, menor que el año precedente.

Por otra parte, como ya se ha señalado en anteriores actualizaciones, la magnitud de los compromisos asumidos en esta operación y otras operaciones análogas mencionadas, en relación a su patrimonio y facturación es muy menor.

Se concluye entonces que desde el punto de vista económico financiero, la UTE no debería tener problemas de afrontar los compromisos asumidos en este fideicomiso.

d. El Fideicomiso⁶

El FF PAMPA se constituyó por contrato del 20/2/14 y sucesivas modificaciones; se mantendrá vigente hasta tres meses posteriores al término del Contrato de Compra Venta de Energía Eléctrica (20 años) pero en ningún caso se extenderá más allá de los 30 años.

⁶. La Gerencia expresó oportunamente que no se esperaba que la situación de crisis sanitaria de público conocimiento, provoque un impacto significativo en las operaciones del Fideicomiso dado que los flujos fideicomitidos provienen de un contrato con la UTE. Se trata de una entidad estatal con calificación de grado inversor considerando remota la posibilidad de default de dicho cliente. El cierre al 31/12/20 del Fideicomiso parece avalar dicha afirmación.

Más allá de la fecha de su constitución, en los hechos su actividad comenzó en marzo de 2015 cuando se emitieron los CP's Serie A por USD 15 millones los que fueron integrados en forma inmediata. También en marzo de 2015 se emitió la Serie B por USD 82 millones cuya integración se produjo en dos etapas: el compromiso asumido por UTE por USD 19.4 millones fue integrado de inmediato, mientras que el saldo por USD 62.6 millones fue integrado en forma diferida en setiembre de 2015.

En el mes de junio de 2015 comenzó la obra cuyo costo generó una obligación de pago al proveedor por parte del FF de USD 2 70.940.000 y \$ 31.500.000. Esta etapa ya concluyó, así como el acuerdo de la penalidad por demoras en la entrega del parque por parte del proveedor.

A continuación se informa el estado de situación del FF según surge de los EE.CC del mismo al 31/12/20.

Cuadro 5: Fideicomiso Estado de Situación (miles u\$s)			
Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Activo	240.167	253.839	271.291
Activo Corriente	25.597	26.323	33.394
Activo no Corriente	214.570	227.517	237.897
Pasivo	163.932	177.692	184.577
Pasivo Corriente	15.219	16.285	14.663
Pasivo no Corriente	148.713	161.407	169.914
Patrimonio	77.235	76.147	86.714
Pasivo y Patrimonio	241.167	253.839	271.291
Razon Corriente	1,68	1,62	2,28

Fuente: EE.CC FF PAMPA

En el ejercicio informado, se realizaron pagos por certificados y dividendos por participación por USD 6.5 millones de acuerdo a la definición de fondos netos distribuibles. Esto hace un total acumulado a la fecha de USD 39.5 millones. Seguramente en el mes de abril próximo habrá un nuevo pago por este concepto en virtud de los resultados obtenidos tal como se puede apreciar en el cuadro siguiente; aun no se ha definido la cifra exacta que depende de los fondos netos distribuibles.

Cuadro 6: Fideicomiso Estado de Resultados (miles u\$s)			
Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Ingresos Operativos	34.410	30.552	32.242
Costo de ventas	(17.406)	(17.551)	(17.538)
Margen Bruto	17.004	13.001	14.704
Gastos de Administración	(347)	(350)	(379)
Resultado Operativo	16.657	12.651	14.325
Resultados Financieros	(9.593)	(10.621)	(11.374)
Resultados antes de impuestos	7.063	2.030	2.951
IRAE	524	(1.597)	(956)
Resultado del período	7.587	433	1.995
Relación resultado/ingresos	22,05%	1,42%	6,19%

Fuente: EE.CC FF PAMPA

El monto del crédito bancario con KFW fue de USD 223.703.903 y se viene amortizando en 30 cuotas semestrales (con vencimiento en los meses de marzo y setiembre) iguales y consecutivas de USD 7.456.797 más los intereses

correspondientes. El primer vencimiento ocurrió el 31/3/17 y el último será el 30/9/29. Hasta el momento, este compromiso se viene cumpliendo en tiempo y forma. Al cierre del ejercicio 2020, se abonaron las dos cuotas de amortización por un total de USD 14.9 millones así como los intereses correspondientes.

Dado el compromiso de amortizaciones periódicas e iguales, el costo financiero (muy relevante como se desprende del cuadro precedente) es decreciente contribuyendo a una mejora en los resultados futuros.

Riesgos considerados

Riesgo administración, determinado por la actuación de los tres agentes principales involucrados con el proyecto a saber: el operador (Nordex S.E.); el gestor de todo el proyecto – UTE- incluyendo todos los permisos necesarios así como el contralor de la ejecución; y el fiduciario del fideicomiso financiero, República AFISA. Considerando la particular idoneidad demostrada por los tres agentes, su nivel de compromiso y profesionalidad para cumplir con la función prevista en el prospecto y los contratos respectivos; considerando además, que se ha creado una estructura administrativa y de controles para coordinar la actuación de los tres agentes y que la obra está concluida, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administración con las responsabilidades del proyecto es muy bajo. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo constructivo, no corresponde al haber concluido la obra.

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El análisis del flujo futuro de fondos depende esencialmente de dos circunstancias; la primera de ellas podría ser una modificación del precio de los bienes comercializados, lo que en este caso no aplica por la forma de venta de la energía producida. El otro cambio es el derivado de la cantidad física de energía provista, que luego de transcurrido un lapso significativo de tiempo y realizadas algunas consultorías especializadas, se procedió a su ajuste a los valores que se han venido obteniendo. En efecto, en febrero de 2021 luego de que se recibiera el informe de la Consultora Barlovento Recursos Naturales se decide ajustar la producción esperada, lo que implicó una caída del 13,7% respecto de la considerada en el prospecto.

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de la facturación esperada luego del ajuste y la real (esta última incluye también las facturas correspondientes a las restricciones operativas).

Cuadro 7.- Facturación prevista y real de energía eléctrica del FF. Pampa				
Período de Producción	Dólares			Diferencia porcentaje
	Teórico	Real	Diferencia	
Agosto 2016-marzo 2016	16.866.841	9.283.803	(7.583.038)	
Abril-diciembre 2017	24.412.139	26.791.878	2.379.739	9,7%
Enero-diciembre 2018	31.843.326	32.291.900	448.574	1,4%
Enero-diciembre 2019	31.871.821	30.754.892	(1.116.929)	-3,5%
Enero- diciembre 2020	32.266.004	34.186.295	1.920.291	6,0%
TOTAL Acumulado (*)	120.393.289	124.024.965	3.631.676	3,0%

Fuente: UTE

(*) Nota: los acumulados son desde abril de 2017

Nota: en el acumulado no se incluye el período agosto 2016 a marzo de 2017 porque el Parque aún no se había entregado formalmente. Asimismo esa diferencia fue compensada por las penalidades cobradas a Nordex (12,7 millones de dólares).

Como puede observarse, una vez ajustada la producción teórica, los desvíos respecto de la producción real son muy bajos y positivos.

1. Evaluación de rentabilidad de la inversión y de los riesgos asociados

El Prospecto planteó una Tasa Interna de Retorno para el inversor de 11,6% en el escenario de base. A este respecto y del análisis de los supuestos introducidos en el mismo vale la pena indicar que en su momento resultaron razonables en opinión de CARE y de los técnicos consultados. A la luz de los resultados obtenidos en estos primeros años de operación del parque y al resultado de la consultoría realizada por Barlovento Recursos Naturales puede concluirse que existió una sobreestimación del factor de capacidad.

CARE realizó en su momento un análisis de sensibilidad del proyecto con el objetivo de estudiar el efecto de las variables más relevantes del modelo de negocio en el desempeño del mismo.

Como se mencionara, dada la especificidad de los contratos involucrados en la operación y las salvaguardas introducidas en el mismo, la variable más relevante para el resultado del proyecto es el factor de capacidad de los aerogeneradores del parque, es decir la capacidad de generación de energía.

Esto quedó ahora verificado luego de los primeros años de operación.

1.1. Resultados bajo un escenario muy desfavorable

En este caso se estimó en una primera instancia cuál sería el factor de capacidad mínimo que permitiera solamente generar ingresos para cubrir los costos operativos del parque y el servicio de la deuda con KFW, lo que implicaría una TIR negativa para el inversor, pero que al mismo tiempo permitiera que el Fideicomiso honrara el crédito con KFW. Por otra parte, también se estimó cuál sería el factor de capacidad “de indiferencia” es decir aquél que permitiría cubrir los costos operativos, honrar el crédito y alcanzar una TIR de cero.

Cuadro 8: Factor de capacidad mínimo s/escenario 2

	factor capacidad
TIR inversor = 0	27,45%
al menos se pague crédito	19,40%

Fuente: CARE

Para el caso de que solamente se cubrieran los costos operativos y el servicio de deuda, el parque operaría con un factor de capacidad del 19.4%. Dados los antecedentes obtenidos desde la puesta en funcionamiento de este parque y lo informado por la consultora Barlovento, la probabilidad de ocurrencia de este escenario sería prácticamente nula. Incluso si se definiera un escenario para cubrir costos, remunerar el crédito y alcanzar una TIR de 0, el factor de capacidad necesario sería aproximadamente de 27.4 %, también muy por debajo de los rendimientos obtenidos hasta el presente.

1.2. Resultados con los factores de capacidad reales logrados

Con cuatro años de funcionamiento del parque, ya se pueden observar rendimientos en la producción de energía reales, los que por otra parte están muy alineados a los aportados por la consultoría de Barlovento. En el siguiente cuadro se presenta la TIR que cabría esperar con diversos factores de capacidad que se han observado en estos tres años. Se estima la TIR para el año de mayor producción (2020), para el de menor (2019), para el promedio de los 4 años y para la proyección de la última consultoría. Para realizar estas estimaciones se utilizó el modelo financiero original. Al que se le ajustó la variable de producción.

Cuadro 9 : TIR con factores de capacidad reales

Generación	Fact. Cap	TIR
Real del año 2019	36,3%	6,6%
Real del año 2020	40,2%	9,1%
Proyectada Barlovento	38,3%	7,9%
Real promedio 2017-2020	38,8%	8,2%

Fuente: CARE

En el período 2017- 2020, el parque operó con un factor de capacidad del 38,8% en vez del 44.35% proyectado. Este factor de capacidad, si bien es menor al esperado, está muy por encima de los valores críticos, y estaría asegurando una TIR del 8,2%, menor a la estimada en el prospecto en el escenario base, pero igualmente atractiva.

En resumen, el proyecto sigue presentando una sólida expectativa de alcanzar tasas de retorno del inversor razonables.

2. Nueva estimación del costo de oportunidad del capital

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado, en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁷) del presente proyecto.

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC⁸) es una tasa de descuento que mide el costo de capital utilizado para invertir en el proyecto y se define como la media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos (como la deuda); el valor así obtenido es la tasa de descuento que se emplea para descontar el flujo de fondos del proyecto. En este caso el costo de la deuda sería la tasa de interés correspondiente a la operación del crédito de largo plazo, mientras que el de los recursos propios es el costo de oportunidad de los inversionistas. A continuación, se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto.

$$WACC = E(r_i) * \frac{E}{E + D} + r_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

- E(ri): Tasa de retorno esperada del capital (propio)
- E: Capital propio (CPs)
- D: Deuda (crédito de largo plazo)
- Rd: tasa de interés de la deuda (el prospecto supone un 4,29%)
- t: tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios (E(ri)); para ello, se utilizó el modelo de valoración CAPM⁹ (Capital Asset Pricing Model), el cual tiene en cuenta la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta (β), así como también la rentabilidad esperada del mercado y la rentabilidad esperada de un activo teóricamente libre de riesgo. A los efectos de considerar los riesgos sistémicos se utilizaron los "betas" de Damodaran¹⁰. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Dónde:

- E(ri) : Tasa de retorno esperada del capital
- rf: Tasa libre de riesgo (Bonos Treasury USA)
- β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado¹¹
- (E(r_m) - rf) : Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado en que opera el proyecto (La diferencia del rendimiento de los títulos de renta variable¹² y la tasa libre de riesgo)
- Er_p: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado¹³

⁷. Weighted Average Cost of Capital

⁸. Weighted Average Cost of Capital

⁹. El CAPM es un modelo para calcular el precio de un activo y pasivo o una cartera de inversiones.

¹⁰. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

¹¹. Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector energías renovables en mercados emergentes según A. Damodaran.

¹². Equity Risk Premium del S&P 500

¹³. Se consideró la prima de riesgo país Uruguay

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%. así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020). En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,11%, mientras que actualmente está en aproximadamente la mitad de esos valores¹⁴.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2021 se ubica en 0,59 (0,68 para el promedio 2016-2021), lo que indica que la inversión en la producción de “energías renovables verdes” tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, para evitar variaciones coyunturales y tener una visión de mediano plazo¹⁵. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,96% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,63 puntos básicos, que más allá de la contingencia sanitaria actual refleja adecuadamente lo ocurrido en los últimos 5 años.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,54%. Este porcentaje es inferior a la TIR esperada del inversor para el proyecto ajustada a la producción actual (8,2%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras – ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros actuales es bajo si se compara con el pasado, y esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y del riesgo país.

Finalmente, si consideramos esta tasa junto a la del costo del crédito y las participaciones de ambas fuentes de financiamiento, la tasa de descuento (WACC) aplicable a este proyecto sería de 4,67%, inferior a la TIR del proyecto ajustada y a la que viene resultando luego de los primeros 4 años de operación del parque.

Esto indica que según estas metodologías, el proyecto sería atractivo y la proporción de fondos propios sobre fondos totales sería adecuada.

¹⁴. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros y en la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas muy bajas en el entorno al 1%.

¹⁵. En el momento actual, las tasas de interés internacionales están muy afectadas por la coyuntura internacional derivada de los efectos del coronavirus y los efectos que tendrá sobre la economía mundial.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. El riesgo de generación de flujos para generar rentabilidad a los CP es bajo por la baja probabilidad de que el factor de capacidad sea menor a 27.8%, que es el que en un escenario como el que se describió, pagaría el crédito y dejaría la TIR del inversor en 0. *Riesgo bajo*

Riesgo de descalce de monedas. El descalce de monedas es nulo debido a que los ingresos del proyecto y la mayor parte de sus compromisos están expresados en dólares. Los costos en moneda nacional representan una proporción menor del total. *Riesgo casi nulo*

En definitiva, el activo subyacente está en condiciones de cumplir los objetivos del proyecto.

V. EL ENTORNO

Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, externos al proyecto, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo por ejemplo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de la perspectiva de su mantenimiento. En este caso la generación de flujos no tiene vínculo alguno con el desempeño de algún negocio o mercado concreto a ser evaluado en su capacidad de generar flujos ya que el precio de venta de energía es fijo. Algo análogo ocurre con las cantidades generadas en el tiempo. No hay por tanto una oferta y demanda a analizar ya que el flujo se genera por decisión de la UTE, y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos. En consecuencia no corresponde el análisis del llamado **riesgo mercado**. Incluso una eventual caída en el consumo de energía en los hogares, un incremento en la morosidad o la ampliación de medidas de apoyo a los sectores con problemas derivado los efectos de la pandemia del Covid 19, tampoco deberían tener efectos sobre los flujos esperados.

Sí en cambio corresponde evaluar lo que genéricamente llamamos el **riesgo político**, vinculado a la probabilidad de mantenimiento de las políticas públicas que dan lugar a esta construcción financiera.

El riesgo político se va a analizar en tres enfoques: el de la política energética, en particular en lo que refiere a la generación de energía eólica; el de la continuidad de las decisiones de su principal ejecutor, la UTE; y el de su consistencia con consideraciones del riesgo contingente del Uruguay. Al final se harán consideraciones sobre otro aspecto de riesgo sistémico, el asociado al cambio técnico en la generación de energía eólica.

1. El riesgo político en la perspectiva de la política energética general

La política energética es una política de Estado que de hecho fue planteada en sus lineamientos estratégicos desde 2005, y ha sido recogida en un documento titulado "Política energética 2005 - 2030"¹⁶. Aprobada en sus lineamientos estratégicos por el Poder Ejecutivo en 2008, fue avalada por la Comisión Multipartidaria de Energía, conformada por los partidos políticos con representación parlamentaria en 2010. Su objetivo general señala: "Diversificación de la matriz energética, tanto de fuentes como de proveedores, procurando reducir costos, disminuir la dependencia del petróleo y buscando fomentar la participación de fuentes energéticas autóctonas, en particular las renovables." Describe asimismo una institucionalidad en la que destaca la cooperación público privada, y establece metas cuantificables destacando las referidas a la energía eólica.

En línea con lo anterior, UTE creó otro fideicomiso para la construcción de otro parque eólico denominado ARIAS, en una modalidad enteramente similar aunque de dimensiones menores (aproximadamente la mitad). Por otra parte existe un tercer emprendimiento, en este caso una sociedad anónima que ha emitido acciones preferidas, que explota otro parque eólico operando en la localidad de Valentines.

¹⁶. Puede consultarse en www.dne.gub.uy

Queda claro pues que la construcción del Parque es consistente con una política de largo plazo, de amplia base política de aprobación, siendo asimismo funcional a sus metas para los próximos años.

2. El riesgo político en la perspectiva de la política institucional del gestor (UTE)

Más allá de la estabilidad económica del gestor, corresponde analizar la operación del Parque en su consistencia con la política institucional, y la capacidad de ejecutar en un plazo largo las obligaciones derivadas de su función.

Al analizar la información disponible destacan elementos de continuidad institucional, de preocupación por la mejora continua, de atención a aspectos de cultura empresarial internos, de consistencia con políticas energéticas de largo plazo, y de grado de compromiso con ellas. Hay una evidente preocupación por la mejora de todos los procesos lo que se evidencia en las múltiples certificaciones logradas. También es notorio su impulso a la generación eólica, consistente asimismo con la política energética general. En este sentido desde 2010 UTE ha comenzado a desarrollar una estrategia de cambio de la matriz energética apuntando a la incorporación de energía proveniente de fuentes renovables. En particular, la política de generación eólica ha establecido diferentes líneas de acción: licitación para la instalación de parques eólicos por parte de empresas privadas a las cuales UTE les asegura la compra de la energía generada; instalación de parques propios; y otros proyectos a implementarse a través de diferentes vehículos con participación de UTE¹⁷.

Se puede observar en el siguiente cuadro el resultado de la política de incremento de las fuentes renovables en la matriz energética ya que en 2015, la energía eólica producida en el país representaba el 17% del total de la generación, mientras que en el año 2020 fue la principal fuente de generación representando casi el 47% del total. Cabe destacar que la generación hidráulica fue particularmente baja en 2020 como consecuencia de la sequía.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Hidráulica	8.018	7.552	7.145	6.139	7.839	3.950
Eólica	2.058	2.988	3.768	4.719	4.736	5.456
Biomasa	829	862	902	817	852	1.027
Fotovoltaica	43	142	253	390	390	423
Térmica	927	430	225	360	283	805
TOTAL	11.875	11.974	12.293	12.425	14.100	11.661

Fuente: UTE Página WEB

Lo anterior evidencia la fortaleza del compromiso institucional de UTE, factor clave para la mitigación o anulación de diversos riesgos.

La generación eléctrica en el país ha crecido en forma significativa en los últimos años, de la mano de la producción eólica y fotovoltaica y en consecuencia no solamente se ha reducido la necesidad de producir energía con combustibles fósiles sino que también se han ido generando saldos exportables. La baja de la generación hidráulica es coyuntural, producto de un año particularmente seco; en años normales los saldos exportables son significativos.

¹⁷. Un completo detalle de todos los parques, privados y públicos, terminados o en desarrollo, puede consultarse en www.parqueseolicos.gub.uy

Por otra parte y aunque no tiene que ver con los ingresos por venta de energía ya que éstos están fijos por la modalidad del contrato PPA, constituye un hecho importante considerar que a juzgar por parámetros internacionales de comparación, cabe esperar un aumento de la demanda doméstica de energía, consistente con este aumento de la oferta, ya que el consumo medio per cápita de los uruguayos se encuentra por debajo del de los países con mayor desarrollo, tal como se aprecia en el cuadro siguiente.

Cuadro 11: Consumo en kwh/cápita		
País	2018	2019
Israel	8.232	8.432
Noruega	27.549	25.065
Canadá	17.593	17.653
EEUU	13.627	13.375
Corea del Sur	11.596	11.413
Japón	8.303	8.169
Alemania	7.740	7.332
España	5.877	5.901
Chile	4.394	4.426
Uruguay	3.651	3.601
Argentina	3.308	3.124
Brasil	2.871	2.964
Mundo	3.492	3.500

Fuente: Our Word in data

A modo de ejemplo se presenta en el siguiente cuadro la evolución de las ventas de energía en el mercado interno, así como también la evolución del número de servicios activos.

Cuadro 12 Ventas de energía y servicios activos						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Energ. vendida al mer.int.(miles dólares)	1.462.789	1.513.545	1.649.285	1.633.071	1.446.601	s/d
Energía vendida al mercado int. (GWh)	8.452.466	8.739.667	8.497.617	8.774.147	8.595.884	8.615.471
Número de servicios activos	1.415.401	1.437.506	1.460.432	1.484.005	1.511.663	1.542.949

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

3. El riesgo político en la perspectiva del riesgo contingente del país

Las operaciones de endeudamiento de los Entes Autónomos pueden considerarse una parte del riesgo contingente del país. En efecto y dada su naturaleza jurídica, cualquier aumento en su endeudamiento puede estudiarse en conjunto con otros compromisos de la deuda pública. En este caso precisamente la figura del fideicomiso permite encarar la construcción del Parque con su previsión de ingresos ya que será su plan de negocios, el que pagará la emisión y el crédito que la apalanca.

Cabe consignar además, que a pesar de las discusiones sobre las diferentes visiones sobre el papel de los entes autónomos y su política de inversiones, este proyecto no se ha puesto en discusión lo que implica una fortaleza agregada.

4. El riesgo de cambio técnico

Cabe preguntarse qué podría pasar a largo plazo si por temas tecnológicos pudieran introducirse otras fuentes de energía que aconsejaran dejar de lado la eólica. O en su caso que otras técnicas permitieran un aprovechamiento mayor de la energía eólica diferente a la prevista con este Parque. Estos elementos podrían hacer caer el precio spot¹⁸. Empero, como el contrato se realiza a un precio fijo, este riesgo es inexistente.

En consecuencia el riesgo entorno, descompuesto como se detalló, se considera casi nulo.

¹⁸. El precio SPOT de la energía, es el costo que resulta para el Sistema Interconectado Nacional por despachar una unidad adicional de demanda, respetando los criterios de economía, seguridad y calidad vigentes. En la medida que este precio resulta de cerrar el balance entre la demanda (incremental) y los recursos de generación disponibles, es un valor que teóricamente puede cambiar hora a hora. Por otra parte, teniendo en cuenta que el parque de generación uruguayo es fuertemente hidráulico, y aún con insuficiente respaldo térmico, el precio SPOT tiene muy importantes variaciones: entre cero, por ejemplo cuando están "llenas" todas las represas y 250 U\$S/MWh, (en épocas de sequía extrema).

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la administración en sus tres agentes, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los certificados de participación Serie A recogen la calificación AA.uy de la escala de nuestra metodología; y los certificados de participación Serie B la calificación A.uy de nuestra metodología¹⁹.

¹⁹. **CATEGORÍA AA.uy** Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. **Grado de inversión óptimo con observaciones.**

CATEGORÍA A.uy Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **Grado de inversión con observaciones.**

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler