

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

*Montevideo, octubre de 2022*

---

|    |   |
|----|---|
| 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.  
13 - octubre - 2022**

|  |   |
|--|---|
| <b>Denominación:</b>                                 | Fideicomiso Financiero Pampa  |
| <b>Fiduciario:</b>                                   | República Afisa   |
| <b>Fideicomitente, gestor, beneficiario:</b>         | UTE (Usinas y Trasmisiones Eléctricas)  |
| <b>Monto de la emisión:</b>                          | USD 15 millones CP Serie A, y USD 82 millones en CP Serie B.  |
| <b>Entidad Registrante y Representante:</b>          | Bolsa de Valores de Montevideo S.A.   |
| <b>Bienes fideicomitados:</b>                        | (entre otros) Aportes de suscriptores incluso UTE, aerogeneradores, contratos, activos financieros. |
| <b>Fechas de suscripción:</b>                        | 20/3/15 y 25/9/15   |
| <b>Plazo:</b>  | hasta la liquidación del fideicomiso con un máximo de 30 años.                                      |
| <b>Calificación de Riesgo:</b>                       | Certificados de Participación A: AA.uy; Certificados de Participación B: A.uy                       |
| <b>Vigencia de la calificación:</b>                  | hasta 30 de abril de 2023.  |
| <b>Análisis original de contingencias jurídicas:</b> | Herrera Profesionales Asociados   |
| <b>Manual utilizado:</b>                             | 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.
- En febrero de 2021, y luego de 4 años de operación por debajo de la producción prevista en el prospecto, se ajustaron las proyecciones de producción. La producción esperada ahora es de 474.919 MWh en P50 (en el 50% de los casos se situaría en ese nivel o más), lo que implica un 13,7% menos que lo proyectado en la etapa pre-constructiva. En los últimos 5 años el parque produjo 476.193 MWh en promedio por año, lo que implica que durante ese período operó con un factor de capacidad del 38,6%.
- En base a los flujos de fondos ejecutados hasta la fecha y las proyecciones financieras elaboradas considerando esta nueva estimación de producción energética anual, el operador ajustó los flujos financieros esperados del proyecto lo que permite estimar una TIR en el entorno del 9,4%. Por su parte, utilizando el modelo financiero original y ajustando la producción a los nuevos valores esperados CARE calculó una TIR del 7,94%, levemente menor a la estimada con el nuevo flujo, pero igualmente razonable.
- La producción del parque en el periodo enero-agosto de 2022 se ubicó un 6,6% por debajo de la nueva estimación en P50 presentada por la consultora Barlovento en el informe de febrero de 2021<sup>1</sup>.
- Es un negocio que a 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.

<sup>1</sup> Si la comparación se realiza con lo proyectado en la etapa pre-constructiva la producción del período hubiera estado un 19,4% por debajo.

- 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 y se viene amortizando en base a lo acordado.
- En abril de 2022 se realizó una nueva distribución de fondos del Fideicomiso a los tenedores de los Certificados de participación por un total de USD 5.500.000, que en esta oportunidad corresponden en su totalidad a resultados. Este monto, sumado a las anteriores distribuciones alcanza un acumulado de USD 51.500.000.
- 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, 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://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 PPA<sup>2</sup>.

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. La producción real fue menor y luego de 3 años de operación plena del Parque, la UTE contrató una consultoría para evaluar la producción esperada<sup>3</sup>.

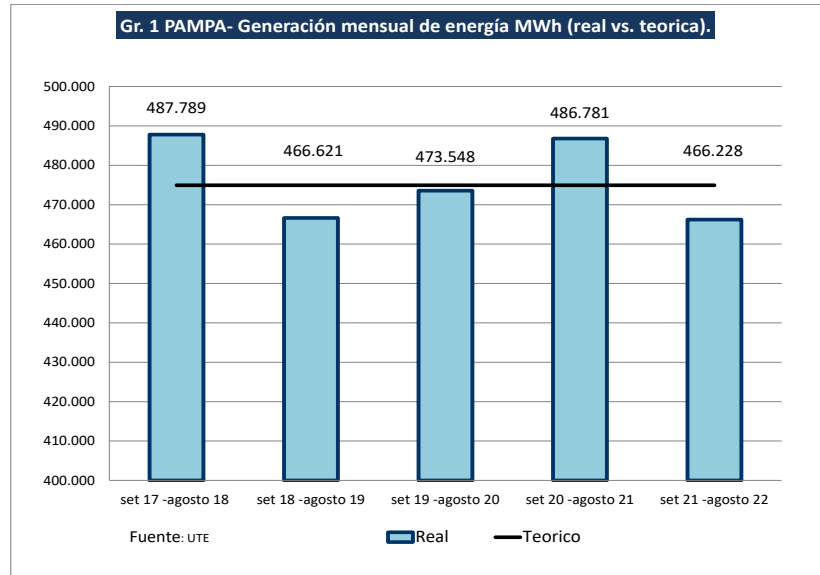
En febrero de 2021, la consultora española Barlovento Recursos Naturales presentó a la UTE una nueva estimación de producción para el Parque. Esta consultora estimó que para P50, la producción del parque debería ser 474.919 MWh con lo que el factor de planta sería de 38,3%. Esto implicó una reducción de un 13,7% respecto de las estimaciones anteriores, que fueron aportadas por la consultora Mott MacDonald.

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.

<sup>2</sup>. Power Purchase Agreement

<sup>3</sup>. "Evaluación de producción de largo plazo para P.E.Pampa", Barlovento Recursos Naturales, 3 de febrero de 2021.

Con relación a la generación real de energía, se presenta a continuación un gráfico de la facturación de energía del Fideicomiso Financiero Pampa por períodos de 12 meses (setiembre-agosto) desde el inicio de la operativa y se comparan con los valores teóricos corregidos a lo que será la producción esperada.



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 2021, el porcentaje de restricciones operativas fue el 7,74% del total facturado. No obstante a partir de 2020 en adelante, las restricciones operativas apenas superaron el 1% de total facturado (entre 1 y 1,35%).

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. A partir de esa fecha, todos los años en el mes de abril se realizan nuevas distribuciones.



El 25 de febrero de 2021, la UTE comunicó al mercado la actualización del flujo financiero proyectado. Esta nueva proyección considera los ingresos y costos ejecutados hasta fines de 2020 y las proyecciones de ingresos y costos que contemplan la nueva estimación de producción recibida de la consultora Barlovento y la evolución prevista de las variables macroeconómicas ajustada con los datos disponibles<sup>4</sup>.

## **b. Hechos salientes del período**

El parque completó su quinto año de operación al 31 de marzo de 2022. En ese período anual móvil, la disponibilidad del parque alcanzó el mínimo comprometido por la contratista Nordex, que de acuerdo al contrato era de 97%.

En abril de 2022 se realizó la última distribución de fondos y en esta oportunidad la totalidad del monto repartido corresponde a resultados del Fideicomiso. Con esta última distribución, ya se llevan entregados un total de 51,5 millones de dólares, 27 millones por reintegros de capital y 24,5 millones por distribución de resultados.

La producción del parque en los primeros 8 meses del 2022 (enero-agosto) estuvo un 6,6% por debajo de la nueva estimación en P50 presentada por Barlovento en el informe de febrero de 2021.

## **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).
- Información de generación y facturación, suministrado por UTE.
- Informes del operador, el último al primer semestre de 2022.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2022.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2022.
- EE.CC consolidados auditados de UTE al 31/12/21.

<sup>4</sup>. Se estima que si se mantienen las hipótesis futuras respecto a los flujos previstos ya corregidos a la nueva producción esperada, considerando los efectivamente ejecutados hasta la fecha, la rentabilidad total del proyecto se reduciría en aproximadamente 2 puntos, respecto de la originalmente establecida en el prospecto.

### 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**

**fideicomitidos:** 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](http://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. Su único accionista es el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU).

Según EE.CC intermedios al cierre del primer semestre del año 2022 la firma alcanza un patrimonio contable de algo más de \$ 799 millones. Esto supone una ligera disminución respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). 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.

| <b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b> |                  |                  |                  |
|--|------------------|------------------|------------------|
| <b>Concepto</b>  | <b>30-Jun-22</b> | <b>31-Dec-21</b> | <b>31-Dec-20</b> |
| <b>Activo</b>  | <b>909.828</b>   | <b>951.963</b>   | <b>869.245</b>   |
| Activo Corriente   | 117.223          | 204.024          | 199.937          |
| Activo no Corriente  | 792.605          | 747.939          | 669.308          |
| <b>Pasivo</b>  | <b>110.445</b>   | <b>112.214</b>   | <b>95.385</b>    |
| Pasivo Corriente   | 82.289           | 84.326           | 73.727           |
| Pasivo no Corriente  | 28.156           | 27.888           | 21.658           |
| <b>Patrimonio</b>  | <b>799.383</b>   | <b>839.748</b>   | <b>773.859</b>   |
| <b>Pasivo y Patrimonio</b>                                     | <b>909.828</b>   | <b>951.963</b>   | <b>869.245</b>   |
| <b>Razón Corriente</b>   | <b>1,42</b>      | <b>2,42</b>      | <b>2,71</b>      |

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del semestre mencionado la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente, aunque en este caso, menores respecto al mismo periodo del año anterior.

| <b>Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)</b> |                  |                  |                  |
|---|------------------|------------------|------------------|
| <b>Concepto</b>                                     | <b>30-Jun-22</b> | <b>30-Jun-21</b> | <b>31-Dec-21</b> |
| Ingresos Operativos                                 | 195.705          | 191.786          | 383.066          |
| Gastos de Adm y Ventas                              | (120.538)        | (118.542)        | (246.739)        |
| <b>Resultado Operativo</b>                          | <b>75.167</b>    | <b>73.244</b>    | <b>136.327</b>   |
| Resultados Diversos                                 | -                | -                | -                |
| Resultados Financieros                              | (15.883)         | 7.702            | 11.912           |
| IRAE  | (8.489)          | (17.297)         | (30.311)         |
| <b>Resultados del periodo</b>                       | <b>50.795</b>    | <b>63.649</b>    | <b>117.927</b>   |
| Otro resultado integral                             | 67               | 74               | 8.962            |
| <b>Resultado integral del periodo</b>               | <b>50.862</b>    | <b>63.723</b>    | <b>126.889</b>   |

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva RAFISA continúa teniendo niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2022, la firma continúa manteniendo 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 se cumplió en forma razonable 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 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 comprometía 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 USD 20.000.000 canjeables por aquellos. La integración efectiva realizada en setiembre de 2015 fue de USD 19.4 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-21      | 31-Dic-20      | 31-Dic-19      |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo Corriente                 | 36.454         | 25.672         | 26.089         |
| Activo no Corriente              | 242.062        | 239.197        | 236.785        |
| <b>Total Activo</b>              | <b>278.516</b> | <b>264.869</b> | <b>262.874</b> |
| Pasivo Corriente                 | 28.731         | 24.514         | 20.156         |
| Pasivo no corriente              | 113.204        | 113.593        | 114.330        |
| <b>Total Pasivo</b>              | <b>141.934</b> | <b>138.107</b> | <b>134.486</b> |
| <b>Patrimonio</b>                | <b>136.581</b> | <b>126.761</b> | <b>128.388</b> |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio</b> | <b>278.516</b> | <b>264.869</b> | <b>262.874</b> |
| <b>Razón Corriente</b>           | <b>1,27</b>    | <b>1,05</b>    | <b>1,29</b>    |

Fuente: Portal 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) sigue estando por encima de la unidad.

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

| Conceptos                               | 31-Dic-21     | 31-Dic-20      | 31-Dic-19     |
|---|---------------|----------------|---------------|
| Ingresos de actividades operativas      | 82.228        | 58.410         | 51.590        |
| Costo de ventas                         | (47.375)      | (39.511)       | (30.332)      |
| <b>Resultado Bruto</b>                  | <b>34.853</b> | <b>18.899</b>  | <b>21.258</b> |
| Gastos Adm. y Ventas                    | (12.872)      | (12.034)       | (11.229)      |
| Resultados diversos                     | 508           | (1.483)        | (1.975)       |
| <b>Resultado Operativo</b>              | <b>22.490</b> | <b>5.381</b>   | <b>8.053</b>  |
| Resultados financieros                  | (4.699)       | (6.855)        | (4.089)       |
| <b>Resultados antes de impuestos</b>    | <b>17.791</b> | <b>(1.474)</b> | <b>3.964</b>  |
| Impuesto a la renta                     | (99)          | 4.844          | 2.393         |
| <b>Resultado del Ejercicio</b>          | <b>17.692</b> | <b>3.370</b>   | <b>6.357</b>  |
| Reserva por conversión                  | 489           | 1.566          | 1.568         |
| <b>Resultado Integral del Ejercicio</b> | <b>18.180</b> | <b>4.937</b>   | <b>7.926</b>  |

Fuente: Portal UTE

El último cierre muestra una vez más un resultado superavitario, sensiblemente mayor al del ejercicio anterior.

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 Fideicomiso**

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.

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 270.940.000 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 cierre del primer semestre de 2022.

| <b>Cuadro 5: Fideicomiso Estado de Situación (miles u\$s)</b> |                  |                  |                  |
|---|------------------|------------------|------------------|
| <b>Concepto</b>   | <b>30-Jun-22</b> | <b>31-Dec-21</b> | <b>31-Dec-20</b> |
| <b>Activo</b>   | <b>224.008</b>   | <b>229.034</b>   | <b>240.167</b>   |
| Activo Corriente  | 22.331           | 27.435           | 25.597           |
| Activo no Corriente   | 201.677          | 201.599          | 214.570          |
| <b>Pasivo</b>   | <b>145.161</b>   | <b>151.837</b>   | <b>163.932</b>   |
| Pasivo Corriente  | 15.252           | 15.852           | 15.219           |
| Pasivo no Corriente   | 129.909          | 135.985          | 148.713          |
| <b>Patrimonio</b>   | <b>78.847</b>    | <b>77.197</b>    | <b>77.235</b>    |
| <b>Pasivo y Patrimonio</b>                                    | <b>224.008</b>   | <b>229.034</b>   | <b>241.167</b>   |
| <b>Razon Corriente</b>  | <b>1,46</b>      | <b>1,73</b>      | <b>1,68</b>      |

Fuente: EE.CC FF PAMPA

En el periodo informado, se realizaron pagos por participación por USD 5.5 millones de acuerdo a la definición de fondos netos distribuibles, íntegramente imputados a resultados acumulados. De esta forma se llega a un total acumulado de USD 51.5 millones distribuidos a los beneficiarios de los cuales USD 27 millones representan reintegro de capital y USD 24.5 millones por resultados.

En el siguiente cuadro se informa resumidamente el resultado por el mismo periodo.

| <b>Cuadro 6: Fideicomiso Estado de Resultados (miles u\$s)</b> |                  |                  |                  |
|--|------------------|------------------|------------------|
| <b>Concepto</b>  | <b>30-Jun-22</b> | <b>30-Jun-21</b> | <b>31-Dec-21</b> |
| Ingresos Operativos  | 14.400           | 14.907           | 32.628           |
| Costo de ventas  | (9.091)          | (8.659)          | (17.470)         |
| <b>Margen Bruto</b>  | <b>5.309</b>     | <b>6.248</b>     | <b>15.158</b>    |
| Gastos de Administración                                       | (171)            | (165)            | (325)            |
| <b>Resultado Operativo</b>                                     | <b>5.138</b>     | <b>6.083</b>     | <b>14.833</b>    |
| Resultados Financieros   | (3.808)          | (4.479)          | (8.803)          |
| <b>Resultados antes de impuestos</b>                           | <b>1.331</b>     | <b>1.604</b>     | <b>6.030</b>     |
| IRAE   | 5.818            | 780              | 433              |
| <b>Resultado del período</b>                                   | <b>7.149</b>     | <b>2.384</b>     | <b>6.463</b>     |
| <b>Relación resultado/ingresos</b>                             | <b>49,65%</b>    | <b>15,99%</b>    | <b>19,81%</b>    |
| <b>Resultados por CP</b>                                       | <b>7,3704</b>    | <b>2,4577</b>    | <b>6,662</b>     |

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 semestre, se abonaron USD 10.2 millones de los cuales USD 7.4 correspondieron a amortización de capital y USD 2.8 millones a intereses.

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 resultó en 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).

| <b>Cuadro 7.- Facturación prevista y real de energía eléctrica del FF. Pampa</b> |                    |                    |                   |                              |
|--|--------------------|--------------------|-------------------|------------------------------|
| <b>Período de Producción</b>   | <b>Dólares</b>     |                    | <b>Diferencia</b> | <b>Diferencia porcentaje</b> |
|  | <b>Teórico</b>     | <b>Real</b>        |                   |                              |
| 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%                         |
| Enero-diciembre 2021   | 31.971.554         | 32.642.144         | 670.590           | 2,1%                         |
| Enero-agosto 2022  | 22.367.039         | 20.883.983         | (1.483.056)       | -6,6%                        |
| <b>TOTAL Acumulado (*)</b>   | <b>152.364.843</b> | <b>156.667.109</b> | <b>4.302.266</b>  | <b>2,8%</b>                  |

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 por lo general positivos.

En el acumulado desde el inicio de la puesta en operación del parque los ingresos reales han estado un 2,8% por encima de lo previsto según las proyecciones últimas de la consultora Barlovento.

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

El Prospecto planteó una Tasa Interna de Retorno para el inversor de 11,46% 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 los 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.

En base a los flujos de fondos ejecutados hasta la junio de 2022 y las proyecciones financieras elaboradas considerando la nueva estimación de

producción energética anual, se estima que la rentabilidad esperada del proyecto disminuye en el entorno de 2% en términos absolutos respecto a la prevista originalmente, pasando de 11,46% a 9,4%.

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 recuperar la inversión sin generar rentabilidad (una TIR de cero).

**Cuadro 8: Factor de capacidad mínimo s/escenario 2**

|                           | <b>factor capacidad</b> |
|---------------------------|-------------------------|
| 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 (recuperando la inversión), el factor de capacidad necesario sería aproximadamente de 27.4 %, también muy por debajo de los rendimientos obtenidos hasta el presente y los proyectados.

## 1.2. Resultados con los factores de capacidad reales logrados

Con más de 5 años de funcionamiento pleno 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 años.

Se estimó la TIR para el año de mayor producción (2020), para el de menor (2019), para el promedio de los 5 últimos años y para la proyección de la consultoría. Estas estimaciones se realizaron utilizando el modelo financiero original y solamente modificando el factor de capacidad y por lo tanto la producción de energía.

**Cuadro 9 : TIR con factores de capacidad reales**

| Generación                          | Producción MWh | Fact. Cap    | TIR          |
|-------------------------------------|----------------|--------------|--------------|
| Real del año 2019                   | 450.625        | 36,3%        | 6,58%        |
| Real del año 2020                   | 498.852        | 40,2%        | 9,09%        |
| Proyectada Barlovento               | 474.919        | 38,3%        | 7,88%        |
| <b>Real promedio últimos 5 años</b> | <b>476.193</b> | <b>38,4%</b> | <b>7,94%</b> |

Fuente: CARE

En el promedio de los últimos 5 años, el parque operó con un factor de capacidad del 38,4% en vez del 44.35% proyectado originalmente. Este factor de capacidad, si bien es menor al esperado, está muy por encima de los valores críticos, está apenas por encima del ajuste de la producción realizado por la consultora Barlovento en 2021 y estaría asegurando una TIR del 7,94%.

En febrero de 2021, la UTE presentó un flujo de fondos actualizado, contemplando la nueva estimación de producción recibida, la evolución prevista de las variables macroeconómicas y los costos operativos y de mantenimiento ajustados a los datos disponibles. La nueva TIR se ubicaría en 9,4%, valor levemente superior al estimado por CARE con la utilización del modelo original.

*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 (WACC <sup>5</sup>) del presente proyecto.

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC <sup>6</sup>) 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 (se supone un 4,29%)

t: tasa de impuesto corporativo

<sup>5</sup>. Weighted Average Cost of Capital

<sup>6</sup>. Weighted Average Cost of Capital

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios ( $E(r_i)$ ); para ello, se utilizó el modelo de valoración CAPM<sup>7</sup> (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 ( $\beta$ ), 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 Damodaran<sup>8</sup>. 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:

$E(r_i)$  :Tasa de retorno esperada del capital

$r_f$ : Tasa libre de riesgo (Bonos Treasury USA)

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>9</sup>

$(E(r_m) - r_f)$  : 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 variable<sup>10</sup> y la tasa libre de riesgo)

$Er_p$ : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado<sup>11</sup>

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 2,07%, mientras que actualmente está en aproximadamente 3,70%<sup>12</sup>.

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 2022 se ubica en 0,68 (0,78 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 plazo. 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 1,42 puntos básicos.

<sup>7</sup>. El CAPM es un modelo para calcular el precio de un activo y pasivo o una cartera de inversiones.

<sup>8</sup>. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

<sup>9</sup>. Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector energías renovables en mercados emergentes según A. Damodaran

<sup>10</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500. El promedio de los últimos 5 años fue 4,73%.

<sup>11</sup>. Se consideró la prima de riesgo país Uruguay

<sup>12</sup>. En la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas elevadas en términos históricos y vienen subiendo. Pero durante gran parte de la pandemia estuvieron muy bajas, por debajo del 1%

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,78%. Este porcentaje es inferior a la TIR esperada del inversor para el proyecto ajustada por CARE a la producción actual (7,94%), 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.

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 4,74%, inferior a la TIR del proyecto ajustada.

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

### **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 muy 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, 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"<sup>13</sup>. 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 ha promovido otros Parques bajo diferentes modalidades. Además de este fideicomiso CARE califica otro parque, denominado Arias, en una modalidad enteramente similar aunque de dimensiones menores (aproximadamente la mitad). Por otra parte también califica una sociedad anónima que ha emitido acciones preferidas, que explota otro parque eólico operando en la localidad de Valentines (Areaflin SA)

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

<sup>13</sup>. Puede consultarse en [www.dne.gub.uy](http://www.dne.gub.uy)

## 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 UTE<sup>14</sup>.

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 2021 representó el 35 % del total, apenas por debajo de la hidráulica. Cabe acotar que el porcentaje no fue mayor como consecuencia de la histórica producción térmica que tuvo como destino la exportación al Brasil aprovechando los altos precios de la energía en ese país.

|              | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Hidráulica   | 7.552         | 7.145         | 6.139         | 7.839         | 3.950         | 5.159         |
| Eólica       | 2.988         | 3.768         | 4.719         | 4.736         | 5.456         | 4.976         |
| Biomasa      | 862           | 902           | 817           | 852           | 1.027         | 1.032         |
| Fotovoltaica | 142           | 253           | 390           | 390           | 423           | 436           |
| Térmica      | 430           | 225           | 360           | 283           | 805           | 2.451         |
| <b>TOTAL</b> | <b>11.974</b> | <b>12.293</b> | <b>12.425</b> | <b>14.100</b> | <b>11.661</b> | <b>14.054</b> |

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 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. En el 2021 esa tendencia se revirtió por un tema comercial y de oportunidad. En efecto, una falta de oferta de energía eléctrica en la región justificó una mayor utilización de combustibles fósiles para generar energía eléctrica y exportar. (se exportaron 2844 GWh en 2021 frente a 1148 del año anterior).

<sup>14</sup> Un completo detalle de todos los parques, privados y públicos, terminados o en desarrollo, puede consultarse en [www.parqueseolicos.gub.uy](http://www.parqueseolicos.gub.uy)



Por otra parte y aunque no tiene que ver con los ingresos por venta de energía ya que éstos están fijados por la modalidad del contrato PPA, constituye un hecho importante considerar que al 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.

Se estima que en la medida que avance el desarrollo de la movilidad eléctrica, lo que es un objetivo general de la política ambiental del país, se debería incrementar la demanda de energía eléctrica, y ésta deberá ser suministrada por fuentes alternativas a la generación térmica, ya que justamente el objetivo de la política es reducir la utilización de combustibles fósiles,

| Cuadro 11: Consumo en kWh/cápita |           |              |
|----------------------------------|-----------|--------------|
| País                             | Ubicación | 2021         |
| Islandia                         | 1         | 52.980       |
| Noruega                          | 2         | 29.075       |
| Suecia                           | 7         | 16.233       |
| EEUU                             | 10        | 13.076       |
| Australia                        | 16        | 10.318       |
| Francia                          | 25        | 8.480        |
| Japón                            | 30        | 8.183        |
| Paraguay                         | 36        | 7.455        |
| China                            | 42        | 5.985        |
| Reino Unido                      | 64        | 4.605        |
| <b>Uruguay</b>                   | <b>67</b> | <b>4.463</b> |
| Sudáfrica                        | 73        | 4.114        |
| Mundo                            |           | 3.599        |
| Brasil                           | 96        | 3.053        |
| India                            | 135       | 1.218        |

Fuente: Our World in data

Como puede observarse en el cuadro, el Uruguay está en la posición 67 del consumo per cápita de energía, muy por debajo de los países de alto consumo. Sin embargo, si se considera el consumo per cápita de energía eólica el Uruguay ocupa el lugar número 7, lo que ratifica el éxito que ha tenido la política tendiente a la promoción de este tipo de energía.

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 |           |           |           |           |           |           |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|   | 2016      | 2017      | 2018      | 2019      | 2020      | 2021      |
| Energ. vendida al mer.int.(miles dólares)       | 1.513.545 | 1.649.285 | 1.633.071 | 1.447.306 | 1.321.750 | 1.347.525 |
| Energía vendida al mercado int. (GWh)           | 8.740     | 8.498     | 8.774     | 8.596     | 8.615     | 8.783     |
| Número de servicios activos                     | 1.437.506 | 1.460.432 | 1.484.005 | 1.497.957 | 1.525.131 | 1.560.311 |

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

Por el momento no se observan variaciones en el consumo total de energía, aunque si parece haber un crecimiento sostenido en el número de servicios activos.

### **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 spot<sup>15</sup>. 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.*

<sup>15</sup>. 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 metodología<sup>16</sup>.

Comité de Calificación



Ing. Julio Fleve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

<sup>16</sup> **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 predecibles 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.**