

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

Montevideo, octubre de 2023

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. Fideicomiso Financiero PAMPA
03 - octubre - 2023**

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 abril de 2024.
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 toda la inversión de un parque eólico.
- 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 6 años móviles (julio-junio) el parque produjo 474.866 MWh en promedio por año, en línea con el ajuste realizado, y operando con un factor de capacidad del 38,28%.
- 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 9,2%. Por su parte, utilizando el modelo financiero original y ajustando la producción a los nuevos valores esperados, CARE volvió a calcular en esta oportunidad en un TIR 7,9%, levemente menor a la estimada con el nuevo flujo, pero igualmente razonable.
- La producción del parque en el periodo enero-junio de 2023 estuvo un 10,5% por debajo de la nueva estimación en P50 presentada por la consultora Barlovento en febrero de 2021. No obstante, en el promedio de los últimos 6 años móviles (julio-junio) la producción ajusta perfectamente con la nueva estimación de producción (-0,01%).
- 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.

- 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.
- El 18 de abril de 2023, se realizó la sexta distribución de fondos del Fideicomiso Financiero a los tenedores de los certificados de participación por un total de USD 6,6 millones que corresponden en su totalidad a resultados. Este monto, sumado a las anteriores distribuciones alcanza un acumulado de 58,1 millones de dólares, de los cuales 26,96 millones corresponden a reintegros de capital y 31,14 millones a resultados. El monto de las distribuciones representa casi un 60% de la emisión total.
- 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 no 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 primera 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 prospecto, 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 a partir del 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 se 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 4 de mayo de 2021 se firmó el acuerdo por el fin del período de garantía mediante el cual se resolvieron las diferencias por las reclamaciones de garantía y se brindó la Recepción Definitiva del Suministro.

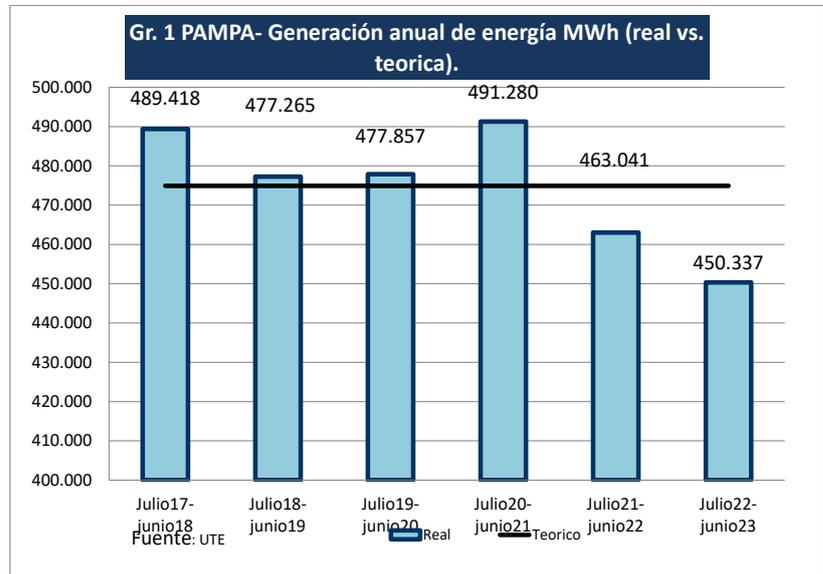
El Proyecto está compuesto por 59 aerogeneradores, de 2.4 MWh de potencia unitaria, totalizando 141.6 MWh. El factor de capacidad aportado por el proveedor para ese modelo de aerogenerador fue de 47.5%. Dicho factor fue revisado por los especialistas de UTE y ajustado a 44.35%, factor utilizado a los 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 esperada².

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.

¹. Power Purchase Agreement

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

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.



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.

En el año 2022 las restricciones operativas alcanzaron al 3,81% del total facturado, y para los primeros 6 meses del año 2023 es de 4,81%.

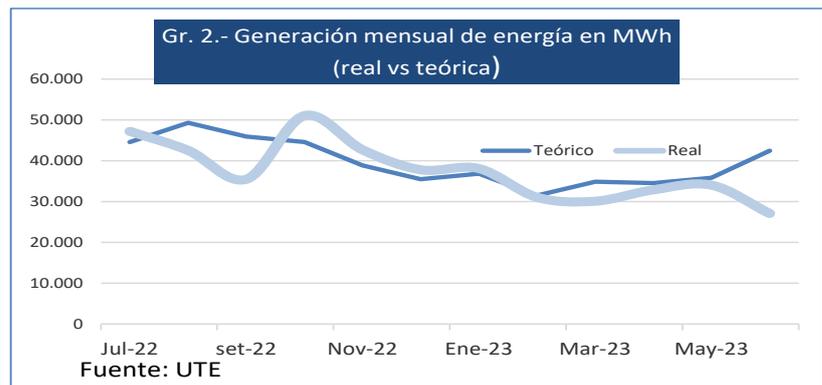
Una vez ajustada la producción esperada, la performance de facturación del parque eólico ajusta casi perfectamente con la teórica. En los últimos 6 años móviles de operación la producción real estuvo apenas un 0,01% por debajo de la teórica.

El 30 de abril de 2018 se realizó la primera 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.

b. Hechos salientes del período

La producción del parque durante el período enero a junio 2023 estuvo un 10,5% por debajo de la nueva estimación en P50 presentada por Barlovento en el informe de febrero de 2021.

Si se consideran 12 meses (julio 2022 a junio 2023), la producción acumulada del parque habría estado un 5,2% por debajo de la estimación de Barlovento.



Como se puede observar, las menores producciones respecto de la teórica se observaron en los meses de agosto y setiembre de 2022 y desde marzo hasta junio de 2023.

El equipo gestor del proyecto realizó un análisis comparativo de la performance del parque eólico Pampa durante los últimos 12 meses respecto al resto de los parques eólicos operativos en Uruguay, concluyendo que el desempeño de este parque ha mantenido un comportamiento acompasado a la producción promedio del resto de los parques eólicos del país, presentando un factor de planta similar a dicho promedio en el período analizado.

A pesar de esta caída en la producción de este año, el promedio de los últimos 6 años móviles sigue ajustado a la nueva proyección.

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 al 30 de junio de 2023.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2023.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2023.
- EE.CC consolidados auditados de UTE al 31/12/22.

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

fiduciarios: 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, y dado el tiempo transcurrido sin la ocurrencia de conflictos, se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. 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 al cierre intermedio de junio de 2023 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 903.9 millones. Esto supone un ligero incremento 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 períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30-Jun-23	31-Dec-22	31-Dec-21
Activo	994.831	948.196	951.963
Activo Corriente	154.249	134.716	204.024
Activo no Corriente	840.582	813.480	747.939
Pasivo	90.892	94.486	112.214
Pasivo Corriente	60.171	62.770	84.326
Pasivo no Corriente	30.721	31.716	27.888
Patrimonio	903.939	853.709	839.748
Pasivo y Patrimonio	994.831	948.196	951.963
Razón Corriente	2,56	2,15	2,42

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del período mencionado la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-23	30-Jun-22	31-Dec-22
Ingresos Operativos	225.148	195.705	414.489
Gastos de Adm y Ventas	(130.898)	(116.216)	(263.619)
Resultado Operativo	94.250	79.490	150.870
Resultados Diversos	32	-	-
Resultados Financieros	(10.213)	(20.206)	(23.855)
IRAE	(19.507)	(8.489)	(21.960)
Resultados del periodo	64.562	50.795	105.055
Otro resultado integral	67	67	(402)
Resultado integral del periodo	64.629	50.862	104.653

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2023, 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 desde hace varios años.

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 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-22	31-Dic-21	31-Dic-20
Activo Corriente	31.160	36.454	25.672
Activo no Corriente	243.676	242.062	239.197
Total Activo	274.837	278.516	264.869
Pasivo Corriente	23.813	28.731	24.514
Pasivo no corriente	108.402	113.204	113.593
Total Pasivo	132.215	141.934	138.107
Patrimonio	142.623	136.581	126.761
Total Pasivo y Patrimonio	274.837	278.516	264.869
Razón Corriente	1,31	1,27	1,05

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-22	31-Dic-21	31-Dic-20
Ingresos de actividades operativas	70.082	82.228	58.410
Costo de ventas	(44.400)	(47.375)	(39.511)
Resultado Bruto	25.682	34.853	18.899
Gastos Adm. y Ventas	(15.021)	(12.872)	(12.034)
Resultados diversos	(1.867)	508	(1.483)
Resultado Operativo	8.794	22.490	5.381
Resultados financieros	(4.377)	(4.699)	(6.855)
Resultados antes de impuestos	4.417	17.791	(1.474)
Impuesto a la renta	3.071	(99)	4.844
Resultado del Ejercicio	7.487	17.692	3.370
Reserva por conversión y otros	(852)	489	1.566
Resultado Integral del Ejercicio	6.636	18.180	4.937

Fuente: Portal UTE

El último cierre muestra una vez más un resultado superavitario, aunque menor 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 20/2/2014 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 270.940.000³ 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 intermedio del FF según surge de los EE.CC del mismo al 30/06/2023.

Cuadro 5: Fideicomiso Estado de Situación (miles USD)			
Concepto	30-Jun-23	31-Dec-22	31-Dec-21
Activo	215.793	222.749	229.034
Activo Corriente	23.427	27.961	27.435
Activo no Corriente	192.366	194.788	201.599
Pasivo	133.070	139.043	151.837
Pasivo Corriente	15.780	15.377	15.852
Pasivo no Corriente	117.290	123.666	135.985
Patrimonio	82.723	83.706	77.197
Pasivo y Patrimonio	215.793	222.749	229.034
Razon Corriente	1,48	1,82	1,73

Fuente: EE.CC FF PAMPA

El parque eólico se contabiliza según la norma contable denominada **"Acuerdos de Concesión de Servicios"**; esto supone considerar al mismo como un activo intangible cuyo valor se determina en función del contrato celebrado con la UTE por venta de energía por todo el periodo. Dicha partida figura en el activo no corriente y a la fecha de cierre del semestre era de USD 174.2 millones (valor neto), obviamente se trata de un guarismo decreciente en función del tiempo transcurrido.

En el periodo informado, se realizaron pagos por participación por USD 6.6 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 58.1 millones distribuidos a los beneficiarios de los cuales USD 27 millones representan reintegro de capital y USD 31.1 millones por resultados. Es decir, se ha reintegrado alrededor del 28 % de la emisión.

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

³. Para lo cual fue necesario contraer un crédito bancario por USD 223.7 millones.

Cuadro 6: Fideicomiso Estado de Resultados (miles u\$s)

Concepto	30-Jun-23	30-Jun-22	31-Dec-22
Ingresos Operativos	15.080	14.400	32.930
Costo de ventas	(9.319)	(9.091)	(18.231)
Margen Bruto	5.761	5.309	14.699
Gastos de Administración	(165)	(171)	(368)
Resultado Operativo	5.596	5.138	14.332
Resultados Financieros	(3.202)	(3.808)	(7.860)
Resultados antes de impuestos	2.394	1.331	6.472
IRAE	3.224	5.818	5.537
Resultado del período	5.617	7.149	12.008
Relación resultado/ingresos	37,25%	49,65%	36,47%
Resultados por CP	5,79	7,37	12,38

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 31/3/2017 y el último será el 30/9/29. Hasta el momento, este compromiso se viene cumpliendo en tiempo y forma. Durante el pasado semestre se abonaron casi USD 10 millones de los cuales USD 7.5 millones fue por amortización de capital y el resto a intereses. El saldo contable del crédito al 30/6/2023 era de USD 127.4 millones.

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).

Cuadro 7.- Facturación prevista y real de energía eléctrica del FF. Pampa				
Período de Producción	Dólares		Diferencia	Diferencia porcentaje
	Teórico	Real		
Agosto 2016-marzo 2017	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-diciembre 2022	34.270.162	32.988.200	(1.281.963)	-3,7%
Enero-Junio 2023	16.854.295	15.088.465	(1.765.830)	-10,5%
TOTAL Acumulado (*)	203.489.300	204.743.773	1.254.473	0,6%

Fuente: UTE

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

Como puede observarse, una vez ajustada la producción teórica, los desvíos respecto de la producción real son bajos, excepto para los primeros 6 meses de 2023.

En el acumulado considerando el período abril 2017 a diciembre 2022 los ingresos reales han estado un 0,6% por encima de lo previsto según las proyecciones últimas de la consultora Barlovento.

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

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 2023 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 9,2%.

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, contemplando reducciones en los ingresos aún mayores a las verificadas.

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

	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 (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 6 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 6 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	451.018	36,4%	6,7%
Real del año 2020	498.852	40,2%	9,1%
Proyectada Barlovento	474.919	38,3%	7,9%
Real promedio últimos 6 años	478.494	38,6%	8,1%

Fuente: CARE en base al modelo financiero

En el promedio de los últimos 6 años, el parque operó con un factor de capacidad promedio anual del 38,6% 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 8,1%.

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 ⁴) del presente proyecto.

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC⁵) 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

⁴ Weighted Average Cost of Capital

⁵ 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 CAPM⁶ (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 Damodaran⁷. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado. El valor beta es el proporcionado por Damodaran para la industria de producción de energías renovables.

r_f : tasa libre de riesgo. Se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de la reserva general de Estados Unidos de América.

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado con el que se compara el proyecto (La diferencia del rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo). Para estimar el rendimiento de los activos de renta variable se considera la prima de riesgo del mercado accionario, suministrado por Damodaran (Equity Risk Premium de S&P 500)

Er_p : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay. Se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP.

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, evitando minimizar las variaciones coyunturales, tanto al alza como a la baja, y tener una visión de mediano plazo.

Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, se ubica 0,84, lo que indica que la actividad tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,18%, para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 132 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,95%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,82%. Este valor es menor a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera como más probable (7,9%), lo que estaría indicando que el proyecto sería atractivo, según esta metodología. Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio

⁶ El CAPM es un modelo para calcular el precio de un activo y pasivo o una cartera de inversiones.

⁷ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual. Por otra parte suponen una comparación internacional que no está disponible en general para los inversores institucionales.

En la coyuntura actual, los valores de la tasa libre de riesgo y el rendimiento del mercado accionario son mayores al promedio del período considerado, pero en contrapartida el riesgo país es menor al del promedio de los últimos años. Si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería levemente mayor (6,41%).

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 4,75%, también inferior a la TIR esperada.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay⁸. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,37% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,02%. Ambos rendimientos también están por debajo la TIR más probable de este Fideicomiso.

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.

⁸ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso.

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"⁹. 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 consecuencia, el sistema eléctrico uruguayo ha experimentado recientemente un profundo cambio en su matriz de generación. El elemento de mayor destaque en la nueva realidad, es la incorporación masiva de Energías Renovables No Convencionales (ERNC) en el parque generador uruguayo, en particular un significativo incremento en la participación de la energía eólica en la matriz.

⁹. Puede consultarse en www.dne.gub.uy

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.

En línea con la profundización de la diversificación de la matriz energética, la UTE comunicó recientemente la realización de una inversión pública de 100 millones de dólares, para instalar un nuevo parque solar fotovoltaico de 100 megavatios para hacer frente a la mayor demanda de energía por parte de hogares y empresas en el país.

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 UTE¹⁰.

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 2022 representó el 35 % del total, apenas por debajo de la hidráulica.

¹⁰. Un completo detalle de todos los parques, privados y públicos, terminados o en desarrollo, puede consultarse en www.parqueseolicos.gub.uy

Cuadro 10. Composición energética de Uruguay por fuente en GWh

	2017	2018	2019	2020	2021
Hidráulica	7.145	6.139	7.839	3.950	5.159
Eólica	3.768	4.719	4.736	5.456	4.976
Biomasa	902	817	852	1.027	1.032
Fotovoltaica	253	390	390	423	436
Térmica	225	360	283	805	2.451
TOTAL	12.293	12.425	14.100	11.661	14.054

Fuente: UTE Página WEB

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

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 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.

La tasa de crecimiento del consumo de energía en el Uruguay era históricamente del 2%, pero actualmente está ascendiendo a entre 3 y 5%, por lo tanto deberían seguir incorporándose más fuentes renovables. 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	50.409
Noruega	2	22.350
Suecia	8	13.085
EEUU	9	11.730
Australia	18	9.008
Japón	31	7.519
Francia	38	6.644
Reino Unido	58	4.702
China	68	3.991
Mundo		3.599
Uruguay	82	3.179
Argentina	95	2.661
Brasil	99	2.405
India	124	857

Fuente: Index Mundi

Como puede observarse en el cuadro, el Uruguay está en la posición 82 del consumo per cápita de energía, muy por debajo de los países de alto consumo. Sin embargo, si solamente 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					
	2018	2019	2020	2021	2022
Energ. vendida al mer.int.(miles dólares)	1.633.071	1.447.306	1.321.750	1.346.453	1.792.032
Energía vendida al mercado int. (GWh)	8.736	8.577	8.600	8.761	9.201
Número de servicios activos	1.483.960	1.511.608	1.542.893	1.577.909	1.614.161

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

Puede observarse una cierta tendencia al aumento en la energía vendida y en el número de servicios activos, que seguramente debería continuar en los próximos años.

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 spot¹¹. Sin embargo, como el contrato se realiza a un precio acordado y por un plazo de 20 años, este riesgo es inexistente.

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

¹¹. 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 metodología¹².

¹². **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.**

Comité de Calificación



Ing. Julio Freyre



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler