

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

*Montevideo, octubre de 2017*

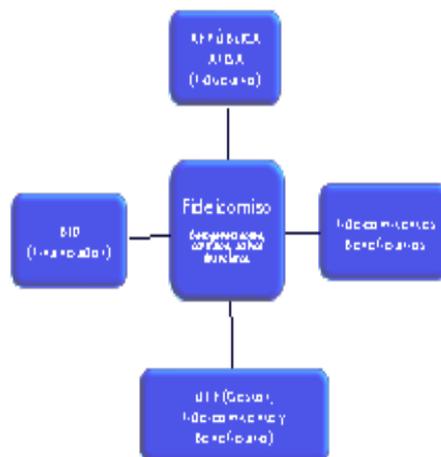
---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
19	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
28	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de Calificación de Certificados de Participación de Oferta Pública:  
Denominación: FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS  
12-octubre-2017**

<b>Fiduciario:</b>	República Afisa
<b>Fideicomitente, gestor, beneficiario:</b>	UTE (Usinas y Trasmisiones Eléctricas)
<b>Monto de la emisión:</b>	Hasta U\$S 60 millones; total suscripto U\$S 53.6 millones
<b>Fecha de emisión:</b>	21 de diciembre de 2015
<b>Plazo:</b>	hasta la extinción del fideicomiso, prevista en 20 años y no más de 30 años.
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo SA.
<b>Bienes fideicomitados:</b>	(entre otros) Aportes de suscriptores incluso UTE, aerogeneradores, contratos, activos financieros.
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros
<b>Calificación de Riesgo:</b>	Certificados de Participación A(uy)
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30/4/2018
<b>Análisis de contingencias jurídicas:</b>	Dr. Leandro Rama Sienna (Anexo 1 informe original de calificación)



## Resumen General

CARE ha actualizado nuevamente la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero ARIAS" manteniendo la calificación de A (uy). Esta calificación analiza el riesgo de los beneficiarios de alcanzar una adecuada rentabilidad producto de la explotación de un parque eólico que se comenzó a construir el 1 de junio de 2016 en la colonia ARIAS.

El proyecto consiste en la construcción y operación de una central de generación eólica de aproximadamente 70 MW, conectada al Sistema Interconectado Nacional, a partir de 35 aerogeneradores de 2,0 MW de potencia unitaria.

### Los elementos más destacados de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe elaborado por el asesor jurídico de CARE el Dr. Leandro Rama Sienra y que se adjuntara como anexo al informe de calificación original.
- Debe destacarse que la construcción del parque eólico se está realizando mediante un contrato llave en mano con una empresa de primer nivel (Gamesa Eólica SL) acordado y controlado por UTE. Esta empresa pública es la gestora del proyecto velando por su ejecución, por la obtención de todos los contratos y autorizaciones necesarias para su ejecución, y blindando con su participación varios riesgos característicos de este tipo de proyectos.
- A partir de mayo de 2017, el parque eólico comenzó a inyectar energía de prueba, la cual se facturó de acuerdo al contrato de compraventa de energía al 80% del precio vigente. El 11 de setiembre de 2017 se obtuvo el Acta de Habilitación Final del parque, fecha desde la cual comenzó a facturar la energía al 100% del precio contractual. La fecha definitiva de Recepción Provisional del Parque se está negociando, y podría ser al 25 de setiembre si GAMESA acuerda algunas tareas pendientes y el monto de las penalidades. El precio de la energía es fijo y se actualiza según la paramétrica utilizada en otros contratos similares.
- El factor de utilización de los molinos, que expresa en términos físicos la cantidad probable de energía a ser generada, fue chequeado en su momento por diversos estudios que lo entienden razonable. El escaso tiempo transcurrido en que se ha generado energía no permite aún verificar o no si los rendimientos serán los esperados.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr el propósito del mismo, esto es invertir en la puesta en marcha y explotación del parque eólico, vendiendo a precio asegurado la energía generada.

- Asimismo, es un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos una rentabilidad razonable para los inversores beneficiarios de los Certificados de Participación, tal como fuera analizado por CARE para varios escenarios adversos, sensibilizando el Plan de Negocios original. Se trata de un negocio de renta variable gestionado por UTE y apalancado a través de un crédito de largo plazo, para cofinanciar con los beneficiarios de los CPs. Nuevas estimaciones (TIR y sensibilizaciones) eventualmente corresponderán cuando el parque esté produciendo energía, lo que aún no ocurre.
- Desde el punto de vista económico, la ejecución del contrato de construcción llave en mano se desarrolló de acuerdo a las previsiones presupuestales iniciales, presentando desviaciones muy poco significativas que han sido cubiertas por la contingencia prevista en los flujos del proyecto.
- El financiamiento del proyecto eólico Arias se estructuró 70% con préstamo a largo plazo y 30% a través de la emisión de certificados de participación del Fideicomiso Financiero Arias. Los certificados de participación del fideicomiso se adjudicaron 20% a UTE y 80% a través de subasta pública en el Mercado de Valores.
- Se firmó el contrato de financiamiento a largo plazo y ya se han realizado los desembolsos en dos partidas: 28 de noviembre de 2016 y 30 de mayo de 2017.
- El proyecto forma parte de una política de aceptación general así como de un plan estratégico de UTE que se viene desarrollando desde hace años. En este sentido se destaca la concreción de un proyecto análogo a este, denominado Parque Eólico Pampa y una emisión reciente para la explotación del Parque Eólico Valentines; estos dos ya se encuentran generando y vendiendo energía
- En cuanto a las políticas públicas, independientemente de cualquier orientación partidaria, las evidencias son claras en cuanto a su mantenimiento. Por otra parte, existen indicios para el crecimiento del consumo de energía, que aseguran la pertinencia de este tipo de emprendimientos, tanto a nivel del país como en comparación con otras naciones.

## 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 ARIAS”.

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 esta ocasión, las futuras no se vincularán 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 dependerá 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 seguirá, 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. Tanto al construir como al ir comercializando la energía generada, el fideicomiso confía estas actividades a adecuadas capacidades profesionales.

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 el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Agr. Adrián Tamber y por el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contó oportunamente con los servicios jurídicos del Dr. Leandro Rama Sienra, cuyo informe se adjuntó en ocasión de la calificación original.

Esta calificación, se actualizará periódicamente no obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años se considerarán tales, además, la evaluación que haga UTE de la gestión operativa del parque eólico, la que se recogerá en los informes semestrales previstos.

## **Antecedentes generales, hechos salientes del período e información analizada**

### **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.

El Proyecto consiste en la construcción y operación de una central de generación eólica de aproximadamente 70 MWh (35 aerogeneradores de 2 MWh), conectada al Sistema Interconectado Nacional. Comprende el suministro, instalación y montaje de los aerogeneradores, la estación de control de la central y las instalaciones eléctricas necesarias para su puesta en marcha, así como también la construcción y acondicionamiento de los accesos al parque y a los aerogeneradores. El parque venderá el 100% de su energía a UTE, a través de un contrato de compraventa de energía (el "PPA") de 20 años de plazo.

UTE en su rol de promotor del Proyecto, aprovechando su amplia experiencia en iniciativas similares, ha seleccionado la localización geográfica, y ha procedido con la selección del contratista y negociación del financiamiento de largo plazo del Proyecto. Asimismo, UTE será el responsable por la gestión del Proyecto hasta la disolución del Fideicomiso, el cual tendrá un plazo de 20 años, similar al contrato PPA.

El parque se construyó en la Colonia Arias del Instituto Nacional de Colonización ubicada en el departamento de Flores localizada a 20 km de la ruta No. 3 a la altura del km 132. En esa localidad UTE posee una medición de viento con resultados altamente favorables para el aprovechamiento eólico. Esos estudios, ratificados por una firma independiente (DNV-GH), contratada por el BID, determinaron que la zona escogida es una de las mejores en el país para llevar adelante este tipo de emprendimientos.

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de un contratista que realiza la construcción del parque bajo la modalidad llave en mano. Durante el mes de Mayo de 2013 se realizó una convocatoria a la cual se invitó a 11 fabricantes mundiales con reconocida trayectoria en este tipo de emprendimientos. En Agosto de 2013 se recibieron 8 ofertas, las cuales fueron evaluadas en forma detallada por los equipos técnicos y financieros de UTE. Finalmente, en Agosto de 2014 se seleccionó a Gamesa Eólica SL, una empresa líder mundial en construcción y operación de parques eólicos, y con una presencia destacada en el mercado nacional. De acuerdo a los requerimientos del proceso de selección, los contratistas presentaron ofertas indicativas de financiamiento de largo plazo, las que fueron un elemento importante en la evaluación de los distintos candidatos. En el caso de Gamesa Eólica SL, la oferta de financiamiento fue presentada por el Banco Interamericano de Desarrollo.

El factor de capacidad aportado por el proveedor para ese modelo de aerogenerador y con el layout ofertado, fue de 54.2%. Dicho factor fue revisado por los especialistas de UTE considerando los resultados de la auditoría de viento realizada y una adecuación del layout a los terrenos en función de las negociaciones con los propietarios de dichos predios obteniéndose un factor de capacidad ajustado de 48,8%. Por su parte, la evaluación energética realizada por la consultora independiente DNV-GH contratada para asesorar a los financiadores, le asigna un factor de capacidad de 49,44%, factor con el cual se llevó a cabo la evaluación económica del proyecto. La generación estimada es de 303,15GKWh/año.

El costo total del Proyecto se estimó en U\$S 178 millones, a ser financiado en un 70% con cargo a un crédito internacional de largo plazo, y el resto aportado por la emisión de los certificados de participación (CPs) del Fideicomiso.

El contrato de financiamiento de largo plazo por USD 124.034.670 fue firmado por Rafisa en su calidad de fiduciario del Fideicomiso Financiero Arias con la Corporación Interamericana de Inversiones (IIC) el 15 de diciembre de 2015. El 28 de noviembre de 2016 se realizó el primer desembolso por USD 68.580.560,56 para reembolsar gastos financiados que habían sido afrontados con fondos propios del fideicomiso y atender obligaciones futuras del fideicomiso en el corto plazo. Por su parte, con fecha 30 de mayo de 2017 se desembolsó el remanente del financiamiento por un monto de USD 55.458.109,44.

La emisión de certificados de participación del Fideicomiso Financiero Arias fue realizada el 21 de diciembre de 2015 por un total de USD 53.600.000, sobre un total autorizado de U\$S 60 millones

La ejecución financiera del proyecto se desarrolló de acuerdo al presupuesto establecido, presentando algunos sobrecostos relativos básicamente a pagos de tasas e impuestos no alcanzados por los beneficios fiscales otorgados por la promoción de la inversión. Buena parte de esos costos no contemplados refieren al IVA de algunos componentes, que al ser básicamente financieros se irán recuperando en la medida que el FF Arias vaya facturando la energía.

Los sobrecostos incurridos hasta el momento ascienden a USD 425.166,48 que representan un 8,7% del total del monto de contingencias y se cubre con el propio flujo del proyecto. Es preciso mencionar que además de la asignación para contingencias, establecida en el flujo del proyecto, existe una garantía adicional de UTE para aportar hasta el monto de USD 8 millones por eventuales sobrecostos en caso que dicho flujo fuera insuficiente. Esta partida no representa costos para el proyecto por tratarse de un concepto no reembolsable a UTE, en caso de ser utilizado.

## b) Hechos salientes del período

A la fecha se observa lo siguiente:

- El parque comenzó a generar energía de prueba desde mayo 2017 en forma continua, facturándose la misma a un 80% del precio pactado. El 11 de setiembre de 2017 se obtuvo el Acta de Habilitación Final del parque, fecha desde la cual se comienza a facturar la energía al 100% del precio contractual.
- Respecto a la Recepción Provisional del parque, la contratista solicitó que sea otorgada el 25 de setiembre de 2017, fecha en la cual culminaron la prueba de funcionamiento la totalidad de los aerogeneradores. El equipo técnico de UTE ha respondido que ello es posible si Gamesa acepta una serie de condiciones relativas a pendientes menores y cierre de fechas y penalidades aplicadas. Se está a la espera de la respuesta de Gamesa.
- Considerando que la fecha comprometida de recepción provisional era a fines de julio 2017 y teniendo en cuenta lo mencionado en el párrafo anterior, el proyecto presentaría un retraso de casi dos meses, por lo que GAMESA deberá pagar las penalidades conforme a lo establecido en el contrato de construcción, las cuales al 25/9 ascienden a USD 4.303.251,51
- Con relación a la generación de energía, es aún muy poca la información que se dispone, especialmente teniendo en cuenta que los primeros meses fueron de prueba. Como ya fuera expuesto, el parque comenzó a generar energía de prueba en abril de 2017, cuando se proyectaba que comenzara la generación en el mes de julio de 2017. En el siguiente cuadro se presenta la información de los primeros meses de generación.

**Cuadro 1.- Generación de Energía prevista y real (MWh)**

Mes de producción	MWh		
	Teórico	Real	Diferencia
abr-17	-	1	1
may-17	-	6.933	6.933
jun-17	-	15.386	15.386
jul-17	25.748	24.247	(1.501)
ago-17	25.748	13.166	(12.582)
Total	51.497	59.732	8.235

Fuente: UTE

Nota: la generación teórica no considera la estacionalidad en la generación de energía

- Será necesario completar un mayor período de funcionamiento pleno del parque a los efectos de conocer si la generación prevista (estimada sobre la base de un factor de planta de 49,44%), se verifica finalmente.

### **c) Información analizada**

- Calificación original de CARE; notas complementarias ante las sucesivas modificaciones al Contrato de Fideicomiso y actualizaciones posteriores.
- Calificaciones realizadas por CARE a operaciones similares (Parque Eólico Pampa y Parque Eólico Valentines)
- Información de generación y facturación, suministrado por UTE.
- Informes de avance al 30/6/2017 elaborado por el Gestor (UTE).
- Estados financieros intermedios del fideicomiso al 30/6/17
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/6/17
- EE.CC auditados de UTE al 30/12/16

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública y privada certificados de participación, en el dominio fiduciario del "FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS".

### 1. Descripción general

**Denominación:** "FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS".

**Fiduciario:** República Administradora de Fondos de Inversión S.A.

**Operador:** GAMESA EÓLICA SL

**Gestor:** UTE

#### Entidad

**Representante:** Bolsa de Valores de Montevideo.

**Cotización:** Bolsa de Valores de Montevideo y BEVSA

#### Títulos

**emitidos:** Certificados de participación de oferta pública.

#### Bienes

**fideicomitados:** Todos los activos del Fideicomiso, por ejemplo los importes integrados por los suscriptores de los valores, fondos aportados por UTE, los aerogeneradores, los créditos emergentes del contrato de compraventa de energía, colocaciones transitorias, etc.

#### Importe de

**la emisión:** U\$S 53.6 millones

#### Calificación de Riesgo de los certificados de

**participación:** A (uy)

### 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico fue incluido como anexo en la calificación original (Informe de contingencias jurídicas), realizado por CARE en octubre de 2015. 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:

*"Podemos adelantar como concepto general que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero en cuanto a su constitución formal y aspectos subjetivos relacionados con la capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten problemas jurídicos estructurales que comprometan en forma insalvable la satisfacción del derecho de participación que otorgan los Valores a emitirse."*

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.<sup>1</sup>

### 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. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. *Riesgo bajo.*

<sup>1</sup>. Para verificar y profundizar todos estos aspectos, véase el Anexo I del informe de calificación original.

## III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

### a. Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC. intermedios al cierre del 30/6/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 537.810. Esto supone una disminución del orden del 3.7 % respecto al que tenía al 31/12/2016. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,81. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/17</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>
<b>Activo</b>	<b>604.877</b>	<b>636.880</b>	<b>714.204</b>
Activo Corriente	205.476	219.778	457.830
Activo no Corriente	399.402	417.102	256.374
<b>Pasivo</b>	<b>67.067</b>	<b>78.969</b>	<b>96.271</b>
Pasivo Corriente	42.726	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.342	20.433	8.621
<b>Patrimonio</b>	<b>537.810</b>	<b>557.910</b>	<b>617.932</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>604.877</b>	<b>636.880</b>	<b>714.204</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,81</b>	<b>3,75</b>	<b>5,22</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una disminución en su facturación del orden del 20 % en el semestre cerrado en junio de 2017 respecto a igual período del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado ya que los gastos de administración y ventas se mantienen relativamente constantes. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos en el último semestre y su comparativo con el mismo período de 2016 y el último ejercicio completo.

<b>Cuadro 3: Estado de Resultados (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/17</b>	<b>30/6/16</b>	<b>31/12/16</b>
Ingresos Operativos	135.622	168.648	307.513
Gastos de Adm y Ventas	(105.541)	(96.925)	(217.054)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>30.081</b>	<b>71.723</b>	<b>90.458</b>
Resultados Diversos	126	3	84
Resultados Financieros	7.391	33.115	29.802
IRAE	(7.998)	(24.241)	(31.299)
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>29.600</b>	<b>80.600</b>	<b>89.044</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva y pese a la caída en los resultados, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2017, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

## **b. Operador, constructor**

La empresa seleccionada para cumplir tal función fue Gamesa Eólica SL, una empresa española de reconocida trayectoria mundial en construcción y operación de parques eólicos y con una presencia destacada en el mercado nacional. El proceso de selección formó parte del análisis de contingencias jurídicas practicado por CARE en ocasión de la calificación original y no mereció observaciones; el tiempo transcurrido sin reclamos de ninguna especie así lo avala.

La actuación de Gamesa se encuentra regulada mediante dos contratos: a) Contrato de Construcción Llave en Mano y b) Contrato de Operación y Mantenimiento.

En ocasión de la calificación original se dio cuenta de la solvencia técnica y los antecedentes de la firma para llevar adelante este tipo de emprendimiento. Esto no ha cambiado por lo que se considera innecesario reiterarlo. Por otra parte, en lo que refiere a la construcción, la obra ha culminado; efectivamente, en el mes de agosto de los corrientes se terminó de montar y se puso en marcha el último aerogenerador. El 11 de setiembre de 2017 finalmente, se obtuvo el Acta de Habilitación Final del parque fecha desde la cual comenzó a facturar la energía al 100 % del precio contractual.

En lo que respecta al contrato de Operación y Mantenimiento se entiende que no habrá dificultades. Además del contrato firmado, lo que supone un compromiso muy fuerte para una empresa de reputación internacional, la

misma ha constituido las garantías de fiel cumplimiento requeridas a través de avales bancarios (BBVA y Santander) por más de USD 30.5 millones.

Por último, opera a favor de la firma, el antecedente inmediato de haber construido (a la fecha está prácticamente terminado) sin inconvenientes un parque similar a éste denominado Valentines.

### **c. UTE, gestor.**

La UTE 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; gestión de los permisos regulatorios; gestión de las pólizas de seguros; gestión del financiamiento a largo plazo; gestión de la operativa del parque por los 20 años que dura el fideicomiso.

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

Se compromete a **aportar** los eventuales sobrecostos que pudiera haber en la construcción del parque, no previstos en el presupuesto original por hasta un monto de U\$S 8 millones.

Se compromete a **rescatar** los CP's en caso que hubiera que liquidar el fideicomiso por no contar con el financiamiento a largo plazo para lo cual hay un plazo de 210 días y se le asegura a los beneficiarios un rendimiento de 4% anual desde la fecha de emisión hasta la fecha de la cancelación anticipada.

Finalmente, es **beneficiario** de CP's comprometiéndose a comprar anticipadamente por un valor equivalente al 20 % del total de la emisión. Esto se produjo en diciembre de 2015 habiendo suscripto e integrado certificados por un valor de U\$S 10.720.000.

Algunas de estas obligaciones caducaron sin que fuera necesario ponerlas en práctica, como por ejemplo el rescate anticipado de CP's por falta de financiamiento de largo plazo o el eventual aporte de sobrecostos en una obra que ya culminó dentro del presupuesto estipulado.

Interesa entonces analizar su capacidad en tres dimensiones: jurídica, técnica y económico financiera. La capacidad jurídica y técnica de la UTE fue demostrada 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, en ambos casos, consolidados.

<b>Cuadro 4: UTE Estado de Situación Patrimonial consolidado</b>			
<b>(millones de \$)</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>
Activo Corriente	26.035	23.886	19.719
Activo no Corriente	208.488	185.146	141.742
<b>Total Activo</b>	<b>234.523</b>	<b>209.032</b>	<b>161.461</b>
Pasivo Corriente	28.008	19.553	14.559
Pasivo no corriente	82.523	68.784	42.427
<b>Total Pasivo</b>	<b>110.531</b>	<b>88.337</b>	<b>56.986</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>123.991</b>	<b>120.695</b>	<b>104.475</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>234.523</b>	<b>209.032</b>	<b>161.461</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,93</b>	<b>1,22</b>	<b>1,35</b>

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

Como se ve, la situación patrimonial del grupo es muy sólida y responde casi en su totalidad a la empresa controladora (UTE) ya que el patrimonio atribuible a las acciones en empresas controladas en relación al total es muy menor. La liquidez, medida como el cociente entre el activo y el pasivo corrientes (razón corriente) quedó por debajo de la unidad en el último ejercicio pero dentro de rangos aceptables.

<b>Cuadro 5: UTE Estado de Resultados consolidado (millones de \$)</b>			
<b>Conceptos</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>
Ingresos de explotación	47.488	40.343	39.061
Costos de explotación	(22.439)	(24.204)	(20.548)
<b>Resultados de explotación</b>	<b>25.048</b>	<b>16.138</b>	<b>18.513</b>
Gastos Adm. y Ventas	(8.597)	(8.583)	(7.136)
Resultados diversos	(1.378)	(630)	(219)
Resultados financieros	(2.667)	(1.624)	(1.196)
<b>Resultados antes impuestos</b>	<b>12.407</b>	<b>5.301</b>	<b>9.962</b>
Impuesto a la renta	(164)	620	1.087
<b>Resultado neto del período</b>	<b>12.243</b>	<b>5.921</b>	<b>11.049</b>
Otros Resultados Integrales	(246)	1.981	37
<b>Resultado Integral del período</b>	<b>11.997</b>	<b>7.902</b>	<b>11.086</b>

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

El último cierre muestra una vez más un superávit importante, sensiblemente superior al mismo período del año anterior (52 %).

UTE ha demostrado, además, tener un buen acceso al mercado financiero de corto y largo plazo como lo demuestran múltiples operaciones de este tipo. Incluso a través de emisiones de obligaciones negociables de oferta pública, por la cual ha recibido la calificación AAA (grado inversor máximo). Dos operaciones similares a esta en cuanto a los objetivos, aunque una de ellas con estructura de financiamiento diferente, han alcanzado un éxito de colocación de las emisiones similar constituyéndose en una demostración de

confianza destacable por parte de los inversores.

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.

### El Fideicomiso

Se constituyó por contrato el 12/9/14 posteriormente modificado sucesivamente el 30/4/15, 16/10/15 y 20/11/15.

En el anterior informe se daba cuenta que se había completado la totalidad de la emisión por USD 53.6 millones y que, sumado al crédito bancario concretado por USD 124 millones, aseguraban el financiamiento de la obra estimado en USD 154 millones más \$ 91 millones.

Al 30/6/17 la totalidad de los costos incurridos en las obras en concesión ascienden a USD 152.512.810 lo que supone casi 99 % del total comprometido.

El estado de situación al 30 de junio de 2017, se recoge en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 6: Estado de Situación del FF (miles u\$s)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/17</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>
<b>Activo</b>	<b>208.091</b>	<b>130.734</b>	<b>46.410</b>
Activo Corriente	55.428	32.573	43.855
Activo no Corriente	152.664	98.162	2.555
<b>Pasivo</b>	<b>154.374</b>	<b>77.766</b>	<b>4.136</b>
Pasivo Corriente	34.361	13.015	4.136
Pasivo no Corriente	120.013	64.751	-
<b>Patrimonio</b>	<b>53.717</b>	<b>52.969</b>	<b>42.274</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>208.091</b>	<b>130.734</b>	<b>46.410</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,61</b>	<b>2,50</b>	<b>10,60</b>

Fuente: EE.CC FF Arias

El estado de resultados se informa en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 7: Estado de Resultados del FF (miles u\$s)</b>		
<b>Concepto</b>	<b>30/6/17</b>	<b>30/6/16</b>
Ingresos operativos	1.462	-
Costo de ventas	(657)	-
<b>Margen bruto</b>	<b>804</b>	<b>-</b>
Gastos de administración	(80)	(95)
<b>Resultado operativo</b>	<b>724</b>	<b>(95)</b>
Resultados financieros	(818)	2
<b>Resultados antes de IRAE</b>	<b>(94)</b>	<b>(93)</b>
IRAE	842	38
<b>Resultado del período</b>	<b>749</b>	<b>(54)</b>

Fuente: EE.CC FF Arias

El 25 de julio de los corrientes debió procederse a la recepción provisional del parque cosa que no ocurrió. El contrato, en estos casos, prevé multas que Gamesa deberá abonar al fideicomiso con un tope máximo del 10 % de la obligación total de pago. Como se refiere en otra sección de este informe, las partes se encuentran negociando algunos ajustes contractuales.

Cabe recordar, una vez más, que Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL han constituido una garantía de fiel cumplimiento del contrato mediante avales bancarios con distintos bancos por un total de USD 30.577.320, equivalente al 10 % del precio contractual, impuestos incluidos.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o de la empresa gestora. Ambas contingencias, fueron analizadas en el informe jurídico. En consecuencia, se considera que desde este punto de vista el *riesgo es casi nulo*.

**Riesgo administración**, determinado por la actuación de los tres agentes principales involucrados con el proyecto a saber: el constructor, proveedor y operador (Gamesa); 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 la obra ha concluido y se encuentra funcionando, *se considera que el riesgo de incumplimiento de la administración con las responsabilidades del proyecto es muy bajo*.

**Riesgo constructivo y de terminación (completion)**: al haber terminado la obra y haberse obtenido el Acta de Habilitación Final ya no corresponde analizar este riesgo.

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

**Riesgo por cambio de operador**, Gamesa ha firmado con el fiduciario el Contrato de construcción llave en mano (ya cumplido) y el Contrato de Operación y Mantenimiento y ha constituido las garantías de fiel cumplimiento exigidas. La eventualidad de su sustitución está prevista en los contratos respectivos aunque refiere a situaciones excepcionales. *Riesgo casi nulo*.

## 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 podría ser derivado de la cantidad física de energía provista, que tampoco hay razón alguna para cambiar, hasta tanto el parque se encuentre generando energía durante un tiempo mínimo que permita sacar conclusiones. Otras circunstancias que debían ocurrir como el contrato de préstamo ya se han verificado. Por estas razones el análisis de la calificación anterior se reitera en sus términos fundamentales.

La fecha de inicio de la puesta en funcionamiento del parque tuvo un leve retraso, aunque se empezó a generar y vender energía en carácter de prueba antes de la fecha prevista en el proyecto original. Interesa por lo tanto analizar si estos desfasajes pudieron haber tenido efectos negativos sobre los ingresos del parque y sobre su rentabilidad futura. En el siguiente cuadro se presenta la evolución de la facturación esperada y la real.

<b>Cuadro 8.- Fact. Prevista y real energ. Eléct. Arias</b>			
<b>Mes de producción</b>	<b>Dólares</b>		
	<b>Teórico</b>	<b>Real</b>	<b>Diferencia</b>
<b>abr-17</b>	-	41	41
<b>may-17</b>	-	364.238	364.238
<b>jun-17</b>	-	808.370	808.370
<b>jul-17</b>	1.704.026	1.273.936	(430.090)
<b>ago-17</b>	1.704.026	691.737	(1.012.289)
<b>Total</b>	<b>3.408.052</b>	<b>3.138.322</b>	<b>(269.729)</b>

Fuente: UTE

Puede observarse que la venta de la generación de energía previo a la puesta en funcionamiento total del parque (Recepción Provisional) habría compensado la diferencia con los ingresos esperados, aun considerando que el precio de facturación de esa energía fue el 80% del precio pactado. De cualquier manera, es muy probable que finalmente se concreten las penalidades con el contratista las según información suministrada por la UTE las mismas serían de USD 4.303.251,51 (considerando como fecha de recepción provisional de suministro el 25 de setiembre de 2017).

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

En virtud de la estructuración de la inversión del proyecto y del negocio en sí, se consideró que el principal factor de influencia sobre el retorno de la operación es el llamado factor de aprovechamiento o *factor de capacidad de los aerogeneradores del parque*.

Otros factores que podrían generar incertidumbre en el resultado del proyecto han sido mitigados por la estructura contractual del negocio. A modo de ejemplo, podemos citar nuevamente el caso de los costos de la inversión los cuales están fijados bajo la modalidad de contrato de ejecución de obra llave en mano, por el cual la empresa contratista y operadora GAMESA EÓLICA SL, se compromete a entregar la obra en funcionamiento en el plazo estipulado y

por un precio establecido en el contrato. Por otra parte en caso de demoras en la puesta en funcionamiento UTE ha previsto el empleo de un mecanismo de adelanto de ingresos generados por la venta de energía del parque de modo de cubrir los costos operativos y financieros correspondientes. Finalmente, se entiende que el riesgo de precios está mitigado debido a que está fijado por contrato y la paramétrica de ajuste que se sigue, es la evolución de los índices de precios mayoristas de Uruguay y USA.

El Proyecto plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor 10,42% en el escenario de base. A este respecto y del análisis de los supuestos introducidos en el mismo, vale la pena indicar que resultan razonables en opinión de CARE y de los técnicos consultados.

No obstante lo anterior, 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.

## 1.1. Análisis de sensibilidad

Si bien ya se encuentra operativo el parque y produciendo energía con la totalidad de los aerogeneradores, aún la información generada no es suficiente como para modificar los criterios utilizados en las sensibilizaciones, por lo que el análisis que se realizó en la calificación original sigue totalmente vigente. A los efectos de sensibilizar el flujo de fondos se supusieron dos escenarios. En ambos la variable exógena que se sensibilizó fue el factor de capacidad del proyecto, esto es el nivel de aprovechamiento efectivo de los equipos de generación instalados respecto de su potencial.

### Escenario 1

En este caso se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis. Se supuso en este caso que el factor de capacidad del proyecto sería inferior al estimado del prospecto. Se tomó como valor de referencia, un factor de 46,33%, valor estimado con un 90% de probabilidad por la consultora DNV-GH. A su vez, se supuso que se comportaría de acuerdo a una distribución normal, con un desvío estándar del 10%<sup>2</sup>.

En este escenario los resultados más relevantes se presentan en el siguiente cuadro.

**Cuadro 9: TIR media, máxima y mínima s/escenario 1**

Generación	Fact.cap.	TIR
máxima	54,4%	13,6%
media	46,5%	8,3%
mínima	42,0%	4,6%

Fuente: CARE

<sup>2</sup>. Este rango procede de estudios técnicos para Uruguay que obran en poder de CARE.

**La TIR esperada para el inversor en el escenario 1 alcanzaría el 8.3% con un valor mínimo de 4,6% y un valor máximo de 13,6%. A su vez, existe un 99% de probabilidad que la TIR del inversor sea mayor al 5%. Por otra parte es nula la probabilidad de una TIR con valores negativos.**

## Escenario 2.

En este caso 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 el BID, lo que implicaría una TIR negativa para el inversor, pero que al mismo tiempo permitiera que el Fideicomiso honrara el crédito con BID. Por otra parte, también se estimó cuál sería el factor de capacidad “de indiferencia” es decir aquél que permitiría cubrir los costos operativos, honrar el crédito y alcanzar una TIR de cero.

**Cuadro 10: Factor de capacidad mínimo s/esc. 2**

	factor capac
TIR inversor = 0	37,0%
al menos se pague crédito	31,1%

Fuente: CARE

Para el caso de que solamente se cubran los costos operativos y el servicio de deuda, el parque operaría con un factor de capacidad del 31,1%. Dada la información disponible respecto de otros parques, y consultas realizadas por CARE con informantes calificados, la probabilidad de ocurrencia de este escenario sería muy baja o prácticamente nula. Incluso. Si se definiera un escenario para cubrir costos, remunerar el crédito y alcanzar una TIR de 0, el factor de capacidad necesario sería aproximadamente de 37,0 %, también por debajo del promedio nacional con otra tecnología<sup>3</sup>.

*En resumen, el proyecto presenta una sólida expectativa de alcanzar tasas de retorno del inversor con un rango de valores esperados que se sitúan entre 4,6% y 13,6%; con una probabilidad del 99% de que se alcance un retorno para el inversor superior al 5%.*

## 1.2 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)<sup>4</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.

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

<sup>3</sup>. Pérez Benech, Daniel y Cataldo José: “Analysis of the uruguayan large scale wind energy generation an its energetic.....”

<sup>4</sup>. Weighted Average Cost of Capital

Donde:

E(ri):	Tasa de retorno esperada del capital (propio)
E:	Capital propio (CPs)
D:	Deuda (crédito de largo plazo)
Rd:	tasa de interés de la deuda (el modelo financiero estima un 6,51%)
t:	tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios (E(ri)); para ello, se utilizó el modelo de valoración CAPM <sup>5</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>6</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(ri) :	Tasa de retorno esperada del capital
rf:	Tasa libre de riesgo
$\beta_{im}$ :	Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado
(E(r <sub>m</sub> ) - rf) :	Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.
Er <sub>p</sub> :	Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado <sup>7</sup>

Para definir la tasa libre de riesgo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta demasiado exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye 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%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,76%.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos "anómalos" cuando se incluye el 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 futuro mediano plazo. Si se consideran los datos de este indicador para el promedio de los últimos 15, 10, ó 5 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores.

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los niveles de riesgo actuales<sup>8</sup>, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. De cualquier manera entre los numerosos valores posibles, se tomaron aquellos que responden a un criterio conservador, lo que implica una tasa de descuento exigente.

<sup>5</sup> El CAPM es un modelo para calcular el precio de un activo y pasivo o una cartera de inversiones.

<sup>6</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>7</sup> Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector energías renovables en mercados emergentes según A. Damodaran.

<sup>8</sup> En esta oportunidad se mantuvieron los mismos criterios que en la última actualización ya que se constató que las variaciones en los niveles de riesgo no ameritaban modificar las estimaciones; especialmente teniendo en cuenta que un porcentaje muy alto del capital es la deuda de largo plazo, que tiene una tasa de interés fija.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,14%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para el proyecto en el modelo original (10,42%), 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 6,40%, sensiblemente inferior a la TIR del proyecto.

Esto indica que según estas metodologías, el proyecto sería atractivo para el inversor 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 37%, que es el que en un escenario como el que se describió, pagaría el crédito y dejaría la TIR del inversor en 0. *Riesgo bajo.*

**Riesgo de descalce de monedas.** El descalce de monedas es nulo debido a que los ingresos del proyecto y la mayor parte de sus compromisos están expresados en dólares. Los costos en m/n 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**. Sí en cambio corresponde evaluar lo que genéricamente llamamos **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 de 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>9</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, la emisión del Fideicomiso Financiero Pampa realizada en marzo de 2015 para la construcción de un parque eólico de 141,6 MW reafirma lo planteado párrafo arriba. Además, la emisión reciente de acciones preferidas para la explotación de otro parque eólico construido en la localidad de Valentines, ratifica los objetivos marcados.

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

<sup>9</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 construcción 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. En este sentido llama la atención que cuando la empresa describe el comienzo de una nueva etapa en la historia de la gestión lo sitúa 27 años atrás señalando: *“en 1987 inició un proyecto corporativo de Mejora de la Gestión en procura de un cambio cultural, sustentado en los pilares de “orientación al cliente”, “mejora de la rentabilidad” y afirmación de los principios de “calidad, pertenencia y responsabilidad”*. (tomado del prospecto). 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 de hasta un 20% en el capital (300MW)<sup>10</sup>.

Se puede observar el resultado de la política de incremento de las fuentes renovables en la matriz energética ya que en 2014, la energía eólica apenas representaba 0.9 % del total mientras que en 2016, antes de la puesta en funcionamiento total de este parque y otros comentados en este informe, la energía eólica producida por la UTE representó el 2.59 % del total generado.

**Cuadro 11. Energía Generada en GWh**

	2014	2015	2016
<b>PRODUCCIÓN DE UTE</b>			
Hidráulica	4.225	2.954	3.029
Térmica	628	895	402
Eólica	112	298	305
Fotovoltaica	1	1	1
<b>COMPRA</b>			
Salto Grande	5.256	4.755	4.425
Argentina y Brasil	-	2	24
Agentes Productores	1.289	2.691	3.674
<b>TOTAL</b>	<b>11.511</b>	<b>11.596</b>	<b>11.860</b>

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

<sup>10</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)

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 estos están fijos por la modalidad del contrato PPA, constituye un hecho importante considerar que a juzgar por parámetros internacionales de comparación, cabe esperar un aumento de la demanda doméstica de energía, consistente con este aumento de la oferta. Así lo indica el cuadro siguiente que muestra que el consumo nacional, si bien crece más que el promedio mundial, no alcanza todavía el promedio del mundo.

<b>CUADRO 12: Consumo anual de Kw/cápita en países seleccionados-</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Inc *</b>
Alemania	7.146	7.270	7.019	7.035	6%
Arabia Saudita	7.870	8.405	8.741	9.444	68%
Argentina	2.901	2.955	3.093	3.052	47%
Australia	10.712	10.398	10.134	10.077	-1%
Belgica	8.021	7.987	7.967	7.709	-7%
Brasil	2.394	2.462	2.529	2.601	37%
Chile	3.590	3.810	3.879	3.912	56%
Colombia	1.121	1.150	1.177	1.270	55%
Costa Rica	1.899	1.957	1.955	1.958	29%
España	5.599	5.573	5.401	5.356	4%
U.S.A.	13.240	12.954	12.988	12.987	-5%
Paraguay	1.283	1.368	1.473	1.563	76%
Suiza	7.928	7.886	7.807	7.520	-4%
Uruguay	2.808	2.932	2.985	3.068	51%
Venezuela	3.336	3.413	3.245	2.658	1%
<b>Mundo</b>	<b>3.031</b>	<b>3.064</b>	<b>3.104</b>	<b>3.126</b>	<b>31%</b>

\* Incremento 2014/2000

Fte. Banco Mundial - Actualizado 10-2017-

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, ambos indicadores muestran una tendencia creciente en los últimos años.

<b>Cuadro 13. Ventas de energía y servicios activos</b>			
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Energía vendida al mer.int.(miles de dólares)	1.649.504	1.462.789	1.511.295
Energía vendida al mercado interno (GWh)	8.427	8.513	8.898
Número de servicios activos	1.398.126	1.415.401	1.437.506

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

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

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

Cabe consignar además, que con el cambio de gobierno y la discusión de la Ley de Presupuesto, se pusieron de manifiesto diferentes visiones sobre el papel de los entes autónomos y su política de inversiones. Una vez procesadas las discusiones, se ha ratificado el proyecto 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>11</sup> Empero, como el contrato se realiza a un precio fijo, *este riesgo es casi nulo*.

*En consecuencia el riesgo entorno, descompuesto como se detalló, se considera mínimo*

<sup>11</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 recogen la calificación A (uy) de la escala de nuestra metodología<sup>12</sup>.

Comité de Calificación



Julio Preve



Martín Durán Martínez



<sup>12</sup>. 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 previsible 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.