

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

*Montevideo, marzo de 2017*

---

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

---

**Actualización de la Calificación Oferta Pública:  
Certificados de Participación Serie A y Serie B  
FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA 17-3-2017**

<b>Fiduciario:</b>	República Afisa
<b>Fideicomitente, gestor, beneficiario:</b>	UTE (Usinas y Trasmisiones Eléctricas)
<b>Monto de la emisión:</b>	U\$S 15 millones CP Serie A, y U\$S 82 millones en CP Serie B.
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo S.A.
<b>Bienes fideicomitidos:</b>	(entre otros) Aportes de suscriptores incluso UTE, aerogeneradores, contratos, activos financieros.
<b>Fechas de emisión:</b>	20/3/15 y 25/9/15
<b>Plazo:</b>	hasta la liquidación del fideicomiso con un máximo de 30 años.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	Certificados de Participación A: AA (uy); Certificados de Participación B: A(uy)
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30/11/2017.
<b>Análisis de contingencias jurídicas:</b>	Herrera Profesionales Asociados
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.

## Resumen General

CARE ha actualizado nuevamente 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. Esta calificación analiza el riesgo de los beneficiarios de alcanzar una adecuada rentabilidad producto de la explotación de un parque eólico que está ya generando energía y en las etapas finales construcción.

La nota obtenida no representa 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.<sup>1</sup>

A modo de resumen, los aspectos más. 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 consignara en el informe elaborado por el estudio Herrera Profesionales Asociados 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 (Nordex SE) 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.
- El parque está en sus etapas finales de construcción, está produciendo y vendiendo ya energía en sus 59 aerogeneradores, quedando pendiente básicamente algunas terminaciones de obra civil y reconstrucción medioambiental.
- El factor de utilización de los molinos, que expresa en términos físicos la cantidad probable de energía a ser generada, ha sido chequeado por diversos estudios que lo entienden razonable, aunque en el breve plazo transcurrido no se han verificado aún los guarismos previstos. El precio de la energía es fijo y se actualiza según la paramétrica utilizada en otros contratos similares.
- Se trata de un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos 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. Es un negocio de renta variable apalancado en un crédito gestionado por UTE, para cofinanciar con los beneficiarios de los CPs, todo el Parque. En esta ocasión CARE recalculó el WACC mejorando la perspectiva del proyecto

<sup>1</sup> CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

- El operador, llamado así a la empresa que provee los molinos, los instala y supervisa su funcionamiento por cinco años renovables, es una empresa de primer nivel reconocida en esta materia.
- El gestor es UTE, que a la vez es fideicomitente, beneficiario de Certificados Serie B, gestor del crédito, de los contratos, compra la energía a precio pre establecido a través de un contrato PPA (Power Purchase Agreement), gestiona permisos, verifica los avances de obra que generan los pagos, verifica el cumplimiento de la legislación laboral, etc. La figura de UTE como gestor, así como su compromiso tanto económico como de gestión con el proyecto, constituye una de las la fortalezas principales para la calificación de los CPs.
- Existen disposiciones de gobierno corporativo recogidas en el contrato de fideicomiso que establecen un equilibrio entre la administración y la representación de los beneficiarios ejercida por la Bolsa de Valores de Montevideo S.A.
- 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 como figura en el prospecto. En este sentido se destaca la concreción de un proyecto análogo a este, aunque menor, denominado Parque Eólico Arias y una emisión reciente para la explotación del Parque Eólico Valentines.
- Según surge de la información suministrada por la UTE al 31 de diciembre de 2016 ya se había ejecutado el 80% del presupuesto previsto. Algunas diferencias respecto del presupuesto presentado se refieren a ajustes en las cargas sociales y se explican por la paramétrica considerada.
- Este parque está en sus etapas finales de construcción, previéndose la recepción provisional del mismo para fines de marzo de 2017.
- 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.

## I. INTRODUCCIÓN

### **Alcance y marco conceptual de la calificación**

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, una expectativa de rentabilidad aceptable. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (T.I.R) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en 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 y el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contó con los servicios del estudio jurídico Herrera Profesionales Asociados, cuyo informe y complementos se adjuntaron a 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 tanto de la construcción como de la gestión operativa del parque eólico, la que se recogerá en los informes semestrales previstos.

### **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 141,6 MW (59 aerogeneradores), conectada al Sistema Interconectado Nacional.

UTE es el responsable por la gestión del Proyecto hasta la disolución del Fideicomiso, el cual tendrá un plazo de 20 años, similar al contrato PPA.

El parque se ubica en los alrededores de Estación Pampa, a la altura del kilómetro 320 de la Ruta Nacional N°5. En esa localidad UTE posee una medición de viento de más de 5 años de duración, con resultados favorables para el aprovechamiento eólico.

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de un contratista 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 analistas financieros de UTE. Finalmente, en Diciembre de 2013 se seleccionó a Nordex SE, una empresa alemana 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 Nordex, la oferta de financiamiento fue presentada por el banco estatal KFW, conjuntamente con una cobertura de riesgos suministrada por Hermes, una agencia estatal alemana con foco en la promoción de exportaciones. Hasta la fecha Nordex ha venido cumpliendo con el contrato. Si bien se han registrado algunos atrasos con respecto al cronograma original, a la fecha de redacción de este informe ya se encuentran en plena operación de generación de energía la totalidad de los 59 aerogeneradores.

El Proyecto está compuesto por 59 aerogeneradores, de 2.4 MW de potencia unitaria, totalizando 141.6 MW. El factor de capacidad aportado por el proveedor para ese modelo de aerogenerador, y con el layout ofertado fue de 47.5%. 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 44.35%, factor con el cual se lleva a cabo la presente evaluación. Este factor fue aceptado por el proveedor de los molinos. La generación estimada es de 550 GWh/año.

El costo total del Proyecto se estimó en U\$S 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.

El fideicomiso financiero se constituyó por contrato de fecha 20/2/14 y fue modificado en tres oportunidades: 11/6/14; 5/12/14 y 4/2/15. CARE fue consultado en todas ellas opinando, mediante sendas notas complementarias –incluyendo en una de ellas una adenda de informe jurídico– a la calificación original, que dichas modificaciones no alteraron la nota asignada.

### Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- a) Calificación original de CARE realizada en setiembre de 2014; notas complementarias ante las sucesivas modificaciones al Contrato de Fideicomiso y actualizaciones posteriores.
- b) Calificaciones realizadas por CARE a operaciones similares (Parque Eólico Arias y Parque Eólico Valentines)
- c) Informes de avance al 31/12/2016 elaborado por el Gestor (UTE).
- d) EE.CC del fideicomiso al 31/12/16 <sup>2</sup>.
- e) EE.CC de la fiduciaria al 30/9/16
- f) EE.CC de UTE al 30/9/16

### Hechos salientes del período

Al 31 de diciembre de 2016 se observan los siguientes avances de obra.

- La obra de infraestructura está prácticamente terminada, restando realizar algunas terminaciones de las obras civiles y lo que refiere culminar las tareas de la reconstrucción medioambiental. Si bien la obra presentó atrasos (aproximadamente tres meses) respecto del cronograma oportunamente presentado, no obstante lo cual el inicio de la puesta en servicio de aerogeneradores comenzó el 9 de setiembre de 2016.
- Se han culminado los siguientes componentes: caminaria y plataformas, las cimentaciones (59 fundaciones hormigonadas), los transformadores y celdas y el montaje de aerogeneradores.
- Se están culminando las tareas de terminaciones en la subestación y edificio de control, las veredas y fachadas del edificio de operación y mantenimiento (O&M), y se está culminando con el movimiento de suelos, drenajes, cunetas, etc.

<sup>2</sup> CARE debe aún recibir informe de auditoría independiente

- Desde el punto de vista económico, la ejecución del proyecto se viene desarrollando de acuerdo a las previsiones presupuestales iniciales presentando desviaciones poco significativas. Al 31/12/2016 se ha ejecutado un 80 % del presupuesto original. Los sobrecostos constatados se consideran razonables y están cubiertos por la previsión dispuesta para dicha contingencia.
- Desde setiembre 2016 el parque comenzó a generar energía de prueba permitiendo al Fideicomiso Financiero Pampa facturar dicha producción al 80% del precio de acuerdo a lo establecido en el contrato de compraventa de energía y desde principios de diciembre 2016 el parque contaba con la totalidad de los equipos generando energía. El 13 de diciembre de 2016 UTE otorgó el Acta de habilitación de 29 aerogeneradores por los cuales se comenzó a facturar la energía al 100%, mientras la generación de los restantes continuaba al 80%.
- El 6 de febrero de 2017 se obtuvo el Acta de habilitación de los restantes 30 aerogeneradores, de manera que desde dicha fecha toda la energía se factura al 100%.

## 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)

**Operador:** Nordex SE

**Gestor:** UTE

**Entidad**

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

**Títulos a**

**emitirse:** Certificados de participación de oferta pública Serie A y Serie B.

**Bienes**

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

**Importe de**

**la emisión:** U\$S 15 millones para la Serie A y U\$S 82 millones para la Serie B.

**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. 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.

Para verificar y profundizar todos estos aspectos, se recomienda consultar el Anexo 1 de la calificación original.

## 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

#### a. Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC parciales al 30/09/2016, que cuentan con informe de compilación, la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 547.657. Esto supone una disminución del orden del 11 % respecto al que tenía al 31/12/2015; esto se explica fundamentalmente por la distribución de dividendos realizada en el período. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 6,84. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

## CUADRO 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)

Concepto	30/9/16	31/12/15	31/12/14
<b>Activo</b>	<b>613.041</b>	<b>714.204</b>	<b>535.512</b>
Activo Corriente	306.165	457.830	339.206
Activo no Corriente	306.876	256.374	196.306
<b>Pasivo</b>	<b>65.384</b>	<b>96.271</b>	<b>66.646</b>
Pasivo Corriente	44.791	87.650	59.985
Pasivo no Corriente	20.593	8.621	6.662
<b>Patrimonio</b>	<b>547.657</b>	<b>617.932</b>	<b>468.866</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>613.041</b>	<b>714.204</b>	<b>535.512</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>6,84</b>	<b>5,22</b>	<b>5,65</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

La firma muestra una disminución en su facturación en relación al mismo período del ejercicio anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos en el período de nueve meses referido para los dos últimos años. A modo de información, se agregan los resultados alcanzados por RAFISA en los dos últimos ejercicios completos.

## CUADRO 2: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30/9/16	30/9/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	234.357	248.829	321.020	270.138
Gastos de Adm y Ventas	(150.350)	(145.906)	(206.613)	(191.557)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>84.007</b>	<b>102.923</b>	<b>114.408</b>	<b>78.581</b>
Resultados Diversos	3	27	41	597
Resultados Financieros	19.309	70.109	84.555	38.125
IRAE	(24.535)	(33.543)	(49.938)	(22.255)
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>78.785</b>	<b>139.516</b>	<b>149.066</b>	<b>95.047</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de setiembre de 2016, RAFISA mantenía la administración de 46 fideicomisos y un fondo de inversión distribuidos en áreas diversas. A vía de ejemplo, 11 fideicomisos por recuperación de carteras; 15 con intendencias municipales; 7 con instituciones de asistencia médica colectiva; 3 para desarrollar parques eólicos entre otros. Es decir, pese a la caída parcial de facturación incrementa la cartera de clientes y su diversificación 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.

Según informa UTE, este parque se encuentra en las etapas finales de construcción, restando solamente terminaciones de obra civil y reconstrucción medioambiental. Es decir, lo principal, que es los 59 aerogeneradores instalados y en funcionamiento ya se cumplió. El 6 de febrero de 2017 se

completó el Acta de Habilitación para la totalidad de los generadores que desde esa fecha facturan toda la energía producida al 100 %. Se prevé su recepción provisional para finales del mes de marzo de 2017.

De acuerdo a lo anterior, CARE considera que la firma NORDEX ha cumplido con la etapa del contrato que podía generar algún riesgo. Resta aún la formalidad de la recepción conforme por parte de la UTE y la supervisión del funcionamiento, a cargo de Nordex, por los próximos 10 años a partir de la recepción provisional prevista para finales de marzo 2017. Este riesgo, ante un eventual incumplimiento, es sensiblemente menor. Se recuerda por otra parte que Nordex ha cumplido, tal cual se estipulaba en el contrato, con las garantías de fiel cumplimiento del mismo al haber entregado U\$S 41.644.000 mediante avales bancarios.

En consecuencia se considera que la actuación de Nordex dejó de ser un factor de riesgo para el éxito de esta operación y carece de sentido seguir realizando en esta sección un seguimiento de su trayectoria empresarial.

### **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 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.

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

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 U\$S 20.000.000 canjeables por aquellos. La integración efectiva realizada en setiembre de 2015 fue de U\$S 19.4 millones.

De todas las obligaciones descriptas, asumidas en esta operación, persisten únicamente: la gestión operativa del parque por el período estipulado (20

años); la adquisición del 100 % de la energía producida al precio estipulado y, eventualmente, rescatar los CP's de la Serie A, en caso que sus actuales tenedores así lo deseen, y 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 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. En este caso, a la fecha de redactar este informe no se disponía del cierre al 31/12/16 por lo que se tuvo en cuenta el balance al 30/9/16 que la UTE, en tanto emisor, remitió al BCU.

<b>CUADRO 3: UTE Estado Sit.Patrimonial consolidado (millones \$)</b>			
<b>Conceptos</b>	<b>30/9/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>
Activo Corriente	32.101	23.886	19.719
Activo no Corriente	201.050	185.146	141.742
<b>Total Activo</b>	<b>233.151</b>	<b>209.032</b>	<b>161.461</b>
Pasivo Corriente	24.359	19.553	14.559
Pasivo no corriente	75.914	68.784	42.427
<b>Total Pasivo</b>	<b>100.273</b>	<b>88.337</b>	<b>56.986</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>132.878</b>	<b>120.695</b>	<b>104.475</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>233.151</b>	<b>209.032</b>	<b>161.461</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,32</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) sigue siendo alta.

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

Conceptos	30/9/16	30/9/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos de explotación	37.259	30.897	40.343	39.061
Costos de explotación	(15.550)	(17.936)	(24.204)	(20.548)
<b>Resultados de explotación</b>	<b>21.709</b>	<b>12.962</b>	<b>16.138</b>	<b>18.513</b>
Gastos Adm. y Ventas	(4.965)	(4.856)	(8.583)	(7.136)
Resultados diversos	(1.412)	(387)	(630)	(219)
Resultados financieros	(2.751)	(1.703)	(1.624)	(1.196)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>12.581</b>	<b>6.015</b>	<b>5.301</b>	<b>9.962</b>
Impuesto a la renta	164	885	620	1.087
<b>Resultado neto del período</b>	<b>12.745</b>	<b>6.900</b>	<b>5.921</b>	<b>11.049</b>
Otros Resultados Integrales	(189)	1.570	1.981	37
<b>Resultado Integral del período</b>	<b>12.556</b>	<b>8.470</b>	<b>7.902</b>	<b>11.086</b>

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

Nota: las dos primeras columnas corresponden a períodos de 9 meses

El último cierre parcial (ejercicio de 9 meses a setiembre de 2016) viene mostrando un superávit importante, sensiblemente superior al mismo período del año anterior (48 %) con lo cual cabe presumir que al término del ejercicio se concrete un año más de resultados positivos.

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). Una operación similar a esta pero de menor dimensión (ARIAS) tuvo un éxito significativo también en su salida al mercado de valores en diciembre de 2015 y se viene desarrollando con normalidad; más recientemente, en diciembre de 2016, con idéntico objetivo aunque diferente modalidad, se produjo exitosamente la emisión de acciones preferidas por U\$S 44 millones de Areaflin SA empresa 100 % propiedad de UTE.

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 baja.

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

### d. El Fideicomiso

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

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 U\$S 15 millones los que fueron integrados en forma inmediata. También en marzo de 2015 se emitió la Serie B por U\$S 82 millones cuya integración se produjo en dos etapas: el compromiso asumido por UTE por U\$S 19.4 millones fue integrado

de inmediato, mientras que el saldo por U\$S 62.6 millones fue integrado en forma diferida en setiembre de 2015.

En el mes de junio de 2015 comenzó la obra cuyo costo genera una obligación de pago por parte del FF de U\$S 270.940.000 y \$ 31.500.000.

A continuación se informa el estado de situación del FF según surge de los EE.CC del mismo al 31/12/16.

<b>CUADRO 5: Fideicomiso Estado de Situación (miles u\$s)</b>		
<b>Concepto</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>
<b>Activo</b>	<b>305.210</b>	<b>182.222</b>
Activo Corriente	26.084	35.371
Activo no Corriente	279.126	146.852
<b>Pasivo</b>	<b>207.768</b>	<b>87.532</b>
Pasivo Corriente	90.231	53.039
Pasivo no Corriente	117.537	34.493
<b>Patrimonio</b>	<b>97.441</b>	<b>94.690</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>305.210</b>	<b>182.222</b>
<b>Razon Corriente</b>	0,29	0,67

Fuente: EE.CC FF PAMPA

El patrimonio refleja esencialmente los CP's y el activo no corriente el monto de la obra ejecutada, puede observarse que a esa fecha está prácticamente imputado el valor total de la misma.

El monto del crédito bancario con KFW es de U\$S 223.703.903 que se amortizará en 30 cuotas iguales y consecutivas de U\$S 7.456.797 a partir del 31/3/17.

En el cuadro siguiente se informan los resultados obtenidos hasta ahora por parte del FF

<b>CUADRO 6: Fideicomiso Estado de Resultados (miles u\$s)</b>		
<b>Concepto</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>
Ingresos Operativos	3.124	-
Gastos de Administración	(2.443)	(158)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>681</b>	<b>(158)</b>
Resultados Financieros	(769)	1
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>(88)</b>	<b>(157)</b>
IRAE	2.839	(927)
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>2.751</b>	<b>(1.084)</b>

Fuente: EE.CC FF PAMPA

Como ya se ha informado, el parque comenzó a generar energía, parcialmente, recién a partir de setiembre de 2016 por lo que los ingresos operativos registrados en el ejercicio cerrado a diciembre del año pasado no son representativos (en 2015 fueron nulos). En consecuencia ninguna conclusión se puede sacar, todavía, sobre los resultados obtenidos hasta el momento y solo se exponen a título informativo.

Se recuerda lo mencionado anteriormente que a partir del febrero de 2017 la totalidad del parque está generando energía que se factura al 100 %.

En el siguiente cuadro se muestran los valores obtenidos de producción y de ingresos para estos primeros meses.

<b>CUADRO 7.- Facturación de energía Pampa</b>			
<b>Mes de producción</b>	<b>MWH</b>	<b>Ingreso en miles de dólares</b>	
		<b>sin IVA</b>	<b>Con IVA</b>
<b>set-16</b>	4.997	265	323
<b>oct-16</b>	18.787	995	1.214
<b>nov-16</b>	18.445	977	1.192
<b>dic-16</b>	29.105	1.655	2.019
<b>ene-17</b>	29.304	1.711	2.088
<b>feb-17</b>	18.853	1.212	1.478
<b>TOTAL</b>	<b>119.492</b>	<b>6.814</b>	<b>8.313</b>

Fuente: UTE

De acuerdo a lo informado por la UTE, en estos primeros meses la generación ha estado por debajo del promedio mensual lineal esperado, pero según los propios técnicos especializados de la empresa con tan poca información y por ser el inicio de la puesta en funcionamiento del parque es muy difícil por el momento evaluar una generación esperada anual con tan corto período de operación, especialmente teniendo en cuenta que estos meses de verano son los de menor viento en el año.

En las próximas actualizaciones la producción real y sus perspectivas será uno de los puntos principales a tener en cuenta.

### **Riesgos considerados**

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición o inhibición por parte del fiduciario, el constructor o el gestor; se considera que desde este punto de vista. *Riesgo casi nulo.*

**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 prácticamente 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 operador**, no corresponde por la misma razón.

**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 podría ser derivado de la cantidad física de energía provista, que tampoco hay razón alguna para cambiar, hasta que el parque se encuentre generando energía durante un tiempo mínimo que permita sacar conclusiones. Otras circunstancias que debían ocurrir como el contrato de préstamo a largo plazo ya se han verificado. Por estas razones el análisis de la calificación anterior se reitera en sus términos fundamentales ya que si bien el parque está ya operativo en un 100% lo está desde hace muy poco tiempo y la información disponible aún no es representativa. La generación al 100% del parque completo comenzó en febrero de 2017. Estos primeros meses la generación ha estado por debajo del promedio mensual lineal esperado, pero según nos informan los técnicos es muy difícil evaluar una generación esperada anual con tan corto período de operación y más considerando que estos meses de verano son los de menor viento en el año.

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

El Proyecto plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor de 11,5 % 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 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.

Con el objetivo de modelar el comportamiento esperado de la Tasa Interna de Retorno, 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.

La variable exógena que se sensibilizó es el factor de capacidad del proyecto, esto es el nivel de aprovechamiento efectivo de los equipos de generación instalados respecto de su potencial.

En este sentido se procedió a realizar dos escenarios calculándose en ambos un rango de tasas internas de retorno. Dichos escenarios son:

**Escenario 1.** Se supuso en este caso que el factor de capacidad del proyecto se comportaría de acuerdo a una distribución triangular, con un valor mínimo de 30,5%, un valor medio para Uruguay de 42,5%, y un valor máximo de 49%<sup>3</sup>.

**Escenario 2.** En este caso se estimó que la generación de ingresos del parque solo permitiera cubrir sus costos operativos y el servicio de la deuda con KFW. Esto es, se determinó el nivel de factor de capacidad que resultara en una TIR del inversor negativa, pero que al mismo tiempo permitiera que el Fideicomiso honrara el crédito con KFW. En otras palabras cuál sería el factor de capacidad “de indiferencia” es decir aquél que permitiría para los supuestos del flujo de fondos, honrar el crédito pero no alcanzar una TIR positiva.

Si se considera el primer caso, esto es la simulación Monte Carlo de la rentabilidad y valor presente del inversor y del proyecto, los resultados más relevantes son los siguientes:

*La TIR esperada para el inversor en CPs alcanzaría el 10.1% con un valor mínimo de 2,7% y un valor máximo de 15.2%. A su vez, existe un 90% de probabilidad que la TIR del inversor sea mayor al 6%. Por otra parte es nula la probabilidad de una TIR con valores negativos.*

Adicionalmente, se estimaron las condiciones para la ocurrencia del denominado escenario 2. La ocurrencia del mismo supone que el parque proyectado operaría con un factor de capacidad del 19.4%. 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 remunerar el crédito y alcanzar una TIR de 0, el factor de planta necesario sería aproximadamente de 27.8 %, también por debajo del promedio nacional con otra tecnología.<sup>4</sup>

**CUADRO 8: TIR media, máxima y mínima s/escenarios**

TIR	Escenario 1	Escenario 2	factor capac
máxima	15,2%		
media	10,1%	TIR inversor = 0	27,8%
mínima	2,7%	al menos se pague crédito	19,4%

Fuente: CARE

<sup>3</sup> Este rango procede de estudios técnicos para Uruguay que obran en poder de CARE.

<sup>4</sup> Pérez Benech, Daniel y Cataldo José: "Analysis of the uruguayan large scale wind energy generation an its energetic....."

*Lo anterior permite concluir, que el proyecto presenta una sólida expectativa de alcanzar tasas de retorno del inversor con un rango de valores esperados que se sitúan entre 2% y 15%; con una probabilidad del 90% de que se alcance un retorno para el inversor superior al 6% (ver Cuadro 7).*

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

Algunos supuestos considerados en la calificación original para el cálculo del costo de oportunidad del capital han cambiado, motivo por el cual CARE entendió conveniente realizar una nueva estimación del costo promedio ponderado del capital (WACC<sup>5</sup>) del proyecto.

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

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

Donde:

E(ri):	Tasa de retorno esperada del capital (propio)
E:	Capital propio (CPs)
D:	Deuda (crédito de largo plazo)
Rd:	tasa de interés de la deuda (el prospecto supone un 7,26%)
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>6</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>7</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>8</sup> .

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

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

<sup>7</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>8</sup> Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector energías renovables en mercados emergentes según A. Damodaran

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, 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.

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 (11,5%), 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 6,92%, 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 (casi nula) 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 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.

*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 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 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, posteriormente a éste, UTE creó otro fideicomiso para la construcción de otro parque eólico denominado ARIAS, en una modalidad enteramente similar aunque de dimensiones menores (aproximadamente la mitad). La emisión se realizó en diciembre 2015 y ya comenzó su construcción. Además, la emisión reciente de acciones preferidas para la explotación de otro parque eólico ya 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 2013, la energía eólica apenas representaba 0.6 % del total mientras que en 2015, antes de la construcción de este parque y otros comentados en este informe, la energía eólica representó el 2.59 % del total consumido.

**CUADRO 9. Potencia Instalada Efectiva según fuentes (MW)**

	2013	2014	2015
Centrales Hidraulicas	593	593	593
Unidades Térmicas Vapor	235	215	170
Turbinas de Gas	508	496	526
Generación por Arrendamiento	350	366	250
Motores reciprocantes	80	80	80
Grupos Diesel	5	5	5
Parques Eólicos	20	87	87
Total Parque Generador de UTE	1.791	1.842	1.711

Fuente: UTE en Cifras. 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 estos están fijados por la modalidad del contrato PPA, constituye un hecho importante considerar que a juzgar por parámetros internacionales de

<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)

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:

**CUADRO 10: Consumo anual de Kw/cápita en países seleccionados-**

	2010	2011	2012	2013	Prom. *
Alemania	7162	7146	7270	7019	1,06
Arabia Saudita	8022	7870	8405	8741	1,50
Argentina	2907	2901	2955	3093	1,48
Australia	10740	10712	10398	10134	0,99
Belgica	8388	8021	7987	7967	0,97
Brasil	2381	2394	2462	2529	1,33
Chile	3290	3590	3810	3879	1,56
Colombia	1009	1121	1150	1177	1,40
Costa Rica	1851	1899	1957	1955	1,29
España	5707	5599	5573	5401	1,04
U.S.A.	13395	13240	12954	12988	0,95
Paraguay	1133	1283	1368	1473	1,67
Suiza	8175	7928	7886	7807	1,00
Uruguay	2805	2808	2932	2985	1,47
Venezuela	3288	3336	3413	3245	1,23
<b>Mundo</b>	<b>2981</b>	<b>3031</b>	<b>3064</b>	<b>3104</b>	<b>1,30</b>

\* Promedio 2000-2013

Fte. Banco Mundial - Actualizado 11-2016

### 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 inexistente.

*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 Serie A recogen la calificación AA (uy) de la escala de nuestra metodología; y los certificados de participación Serie B la calificación A(uy) de nuestra metodología.<sup>12</sup>

Comité de Calificación

<sup>12</sup>. CATEGORÍA AA.uy Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. Grado de inversión óptimo con observaciones.

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



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez