

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

*Montevideo, octubre de 2023*

---

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
25	V EL ENTORNO
29	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de Calificación de Riesgo de los Certificados de Participación de Oferta Pública del FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS  
05 - octubre - 2023**

<b>Fiduciario:</b>	República Afisa
<b>Fideicomitente, gestor, beneficiario:</b>	UTE (Usinas y Trasmisiones Eléctricas)
<b>Monto de la emisión:</b>	USD 53,6 millones
<b>Fecha de suscripción:</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 A.uy
<b>Calificación de Riesgo:</b>	A.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de abril de 2024
<b>Análisis de contingencias jurídicas:</b>	Dr. Leandro Rama Sienna
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber.

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del “Fideicomiso Financiero ARIAS” manteniendo la calificación de A.uy.***

Los elementos más destacados de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como surge del informe jurídico que se adjuntara como anexo en la calificación original.
- La construcción del parque eólico se realizó mediante un contrato llave en mano con una empresa de primer nivel (Gamesa Eólica SL) acordado y controlado por UTE. La ejecución del contrato se desarrolló de acuerdo a las previsiones presupuestales iniciales, presentando mínimas desviaciones que fueron cubiertas por la contingencia prevista en el proyecto.
- La totalidad de los aerogeneradores (35) se encuentra generando energía desde mediados de 2017, y facturando al precio acordado, el que es fijo y se actualiza según la paramétrica utilizada en otros contratos similares.
- En agosto de 2021, y luego de que durante los primeros años el parque operara por debajo de la producción prevista en el prospecto, se ajustaron las proyecciones de producción. La nueva estimación de producción de largo plazo en P50 (en el 50% de los casos se situaría en ese nivel o más), es de 286.269,7 MWh/año, un 5,6% inferior a la proyección inicial realizada por DNV -Garrad Hassan y utilizada en los modelos financieros en etapa de proyecto. En los últimos 5 años, el parque produjo 277.113 MWh en promedio por año, lo que implica que durante ese período operó con un factor de capacidad del 45,19% y estaría aún un 3,2% por debajo de la nueva estimación.
- La producción del parque en el periodo enero-julio de 2023 estuvo un 4,1% por debajo de la nueva estimación en P50 presentada por la consultora Barlovento en agosto de 2021.
- Es un negocio que a juicio de CARE sigue ofreciendo una rentabilidad razonable para los inversores beneficiarios de los Certificados de Participación, tal como fuera analizado por la calificadora 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. En esta oportunidad se vuelve a estimar la tasa de retorno esperada del capital del WACC (Weighted Average Cost of Capital), recogiendo las variaciones recientes, manteniéndose las conclusiones.

- El monto distribuido hasta la fecha se encuentra en el entorno de las provisiones del modelo original (un 6% menor) y proyectando los flujos financieros ajustados a la producción corregida, el equipo gestor del proyecto estima que no debería modificarse sustancialmente la TIR definida en el prospecto. Con la nueva proyección de producción de energía, y con la utilización del modelo financiero original, CARE ajustó en abril de 2023 las proyecciones financieras, estimando una TIR del 8,1%; y si operara en el promedio de los últimos 5 años la TIR sería del 7,1%, valores menores a la del prospecto (10.39%), pero igualmente razonables.
- 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.
- En el mayo de 2023, se realizó una nueva distribución semestral de fondos a los titulares de certificados de participación del Fideicomiso Financiero Arias por un monto total de USD 2.000.000 de los cuales el total corresponden a resultados. Luego de esta última distribución, se lleva un acumulado de USD 39.77 millones, de los cuales 27,06 millones corresponden a reintegros de capital y 12,71 millones a resultados.
- Se resalta el papel decisivo de UTE gestionando y garantizando diversas contingencias vinculadas con la remuneración de los CP.
- El proyecto formó parte de una política de aceptación general así como de un plan estratégico de UTE que se viene desarrollando desde hace años.
- En cuanto a las políticas públicas, independientemente de cualquier orientación partidaria no hay evidencia de que las mismas vayan en el sentido de afectar los parques ya existentes. Por otra parte, existen indicios para el crecimiento del consumo de energía que aseguran la pertinencia de este tipo de emprendimientos.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero 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 su primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no 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 actualización.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Adrián Tamber y Julio Preve. Asimismo CARE contó 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.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### a) Antecedentes generales

Este proyecto es una de varias iniciativas que está llevando adelante la Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas ("UTE") para ampliar la capacidad de generación basada en energías renovables y complementarias de la amplia oferta hidroeléctrica ya existente en el país.

El Proyecto consistió en la construcción y operación de una central de generación eólica de 70 MWh (35 aerogeneradores de 2 MWh), conectada al Sistema Interconectado Nacional. El parque le vende el 100% de su energía a UTE, a través de un contrato de compraventa de energía (el PPA<sup>1</sup>) de 20 años de plazo.

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.

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de un contratista bajo la modalidad llave en mano, siendo la firma seleccionada Gamesa Eólica SL, una empresa líder mundial en construcción y operación de parques eólicos, y con presencia en el mercado nacional. La empresa presentó una oferta de financiamiento de largo plazo a través del Banco Interamericano de Desarrollo.

Con fecha 23 de setiembre de 2017 se otorgó el certificado de Recepción Provisional del Suministro. Considerando que de acuerdo al contrato de construcción llave en mano, cronograma presentado por la contratista y adendas contractuales, la fecha comprometida de Recepción Provisional era 28 de julio de 2017, se aplicaron las penalidades correspondientes por un total de USD 4.221.803.

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 y considerando la evaluación energética realizada por la consultora independiente DNV-Garrad Hassan contratada se le asignó un factor de capacidad de 49,44%, factor con el cual se llevó a cabo la evaluación económica del proyecto. La generación estimada originalmente en el prospecto fue de 303.150 KWh/año. La producción real fue menor y luego de 3 años de operación plena del Parque, la UTE contrató una consultoría para evaluar la producción esperada<sup>2</sup>.

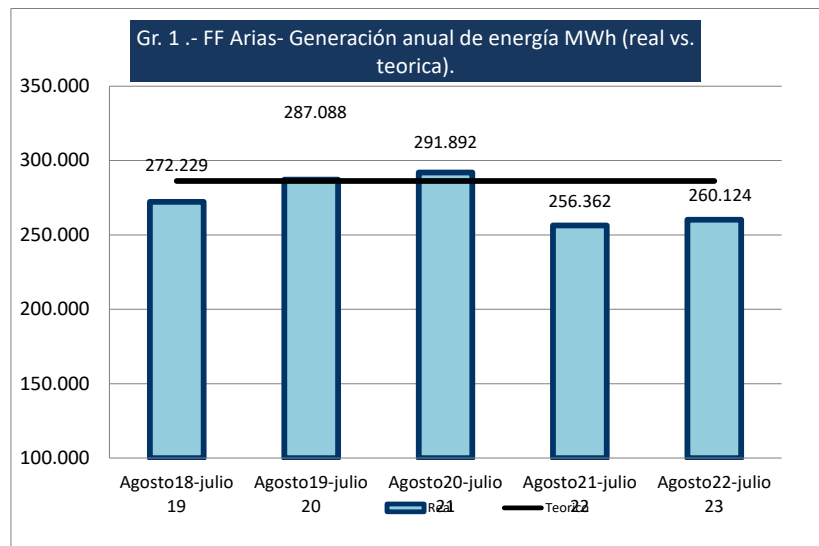
En agosto de 2021, la consultora española Barlovento Recursos Naturales presentó a la UTE una nueva estimación de producción para el Parque. Esta consultora estimó que para P50, la producción del parque debería ser 286.269,7 MWh con lo que el factor de planta sería de 46,7%. Esto implicó una reducción de un 5,6% respecto de las estimaciones anteriores. Teniendo en cuenta la producción esperada de acuerdo al informe de Barlovento de agosto de 2021 el operador ajustó las proyecciones de futuro. Dicha proyección estima que las distribuciones futuras estén en línea con esta última.

<sup>1</sup> Power Purchase Agreement

<sup>2</sup> "Evaluación de producción de largo plazo para P.E. Arias", Barlovento Recursos Naturales, 16 de agosto de 2021.

El costo total del Proyecto fue de USD 178 millones, que se financió 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.

Con relación a la generación real de energía, se presenta a continuación un gráfico de la producción por año móvil (agosto-julio), desde el inicio de la operativa y se comparan con los valores teóricos corregidos a lo que será la producción esperada.



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

En el año 2022 las restricciones operativas alcanzaron al 4,7% del total facturado, y para los primeros 7 meses del año es de 0,9%.

Una vez ajustada la producción esperada, la performance de facturación real del parque eólico se encuentra bastante más alineada con la teórica, aunque el promedio parece mantenerse levemente por debajo. Durante los últimos 5 años, la producción real estuvo un 3,2% por debajo del valor teórico esperado.

Con fecha 10 de diciembre de 2018, el Gestor y el Fiduciario recibieron la conformidad de la entidad financiadora del parque, BID Invest, para efectuar la primera distribución de fondos a los tenedores de certificados de participación del fideicomiso, por un monto total de USD 9.500.000 (Dólares estadounidenses nueve millones quinientos mil con 00/100). Con posterioridad se realizaron nuevas distribuciones y a la fecha ya se han distribuido 39,77 millones de dólares.



El parque eólico completó su quinto año de operación el 23 de setiembre de 2022. En este período anual móvil la disponibilidad del parque alcanzó el mínimo comprometido por la contratista Siemens Gamesa Renewable Energy (SGRE), por lo que no se aplicaron penalidades ni bonificaciones a SGRE por motivos de disponibilidad del quinto año.

## b) Hechos salientes del período

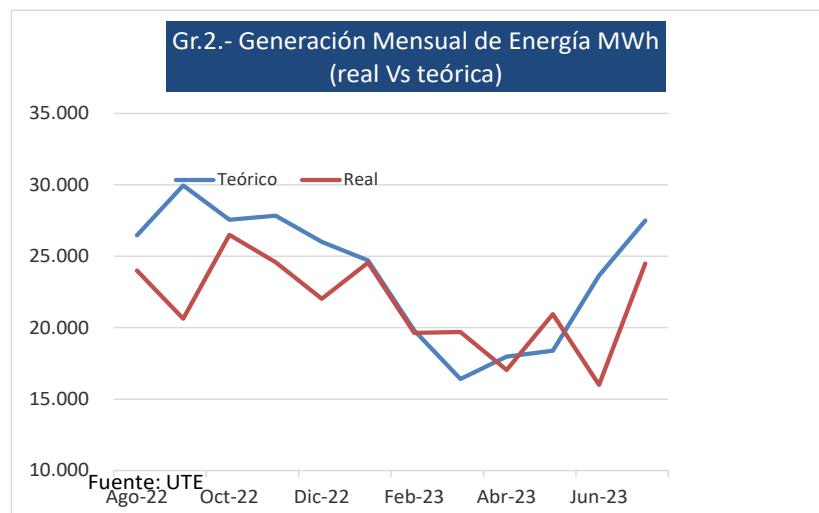
Luego de cumplidas las condiciones previas establecidas en los documentos del financiamiento, el 30 de mayo de 2023, se realizó la primer distribución semestral correspondiente al año en curso a los titulares de certificados de participación del Fideicomiso Financiero Arias por un monto total de USD 2.000.000. Luego de esta distribución el monto total adjudicado alcanza a los USD 37,77 millones de dólares de los cuales 27,06 corresponden a reintegro de capital y 12,71 millones a resultados.

El monto distribuido en este semestre es inferior al del mismo periodo del año pasado (USD 4.220.000) , porque en mayo de 2022 el monto contó con USD 2 millones que estaban reservados para garantizar eventuales reclamos de indemnización por servidumbres pendientes. Quedan aun 3 millones de dólares reservados para ese fin.

Se destaca que a pesar de la menor producción de energía obtenida respecto del proyecto original, las distribuciones realizadas hasta el momento están alineadas al modelo financiero inicial.

La producción del parque durante el período enero a julio 2023 estuvo un 4,1% por debajo de la nueva estimación en P50 presentada por Barlovento en el informe de febrero de 2021.

Si se consideran 12 meses (agosto 2022 a julio 2023), la producción acumulada del parque habría estado un 4,4% por debajo de la estimación de Barlovento.



Como se puede observar, excepto en los meses de marzo y mayo de 2023 en el resto siempre la producción real fue menor a la teórica.

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

### **Información analizada**

- Calificaciones realizadas por CARE a operaciones similares (Parque Eólico Pampa y Parque Eólico Valentines)
- Información de generación y facturación, suministrado por UTE a agosto de 2023.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2023.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2023.
- EE.CC consolidados auditados de UTE al 31/12/22.

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

#### 1. Descripción general

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

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

**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:** USD 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, véase [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)). El mismo procuraba descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. Nada de esto ha variado por lo que se considera innecesario reiterar acá in totum y sólo se recuerda su conclusión final:

*"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.

### 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, y la inexistencia de conflictos, se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

**Riesgo por iliquidez.** Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. *Riesgo bajo.*

### 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. Su único accionista es el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU).

Según EE.CC al cierre intermedio de junio de 2023 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 903.9 millones. Esto supone un ligero incremento respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-23</b>	<b>31-Dec-22</b>	<b>31-Dec-21</b>
<b>Activo</b>	<b>994.831</b>	<b>948.196</b>	<b>951.963</b>
Activo Corriente	154.249	134.716	204.024
Activo no Corriente	840.582	813.480	747.939
<b>Pasivo</b>	<b>90.892</b>	<b>94.486</b>	<b>112.214</b>
Pasivo Corriente	60.171	62.770	84.326
Pasivo no Corriente	30.721	31.716	27.888
<b>Patrimonio</b>	<b>903.939</b>	<b>853.709</b>	<b>839.748</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>994.831</b>	<b>948.196</b>	<b>951.963</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,56</b>	<b>2,15</b>	<b>2,42</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

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

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2023, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

## **b. Operador, constructor**

La empresa 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 estuvo 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 y ya está en funcionamiento.

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. Hasta la fecha no ha llegado a nuestro conocimiento ningún inconveniente en este aspecto.

En consecuencia se considera que la firma proveedora, habiendo culminado la obra principal y habiendo constituido garantías satisfactorias para el cumplimiento del contrato de operación y mantenimiento, dejó de ser un factor de riesgo.

## 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 publicados, en ambos casos, consolidados.

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

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

Fuente: Portal UTE

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

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

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

Fuente: Portal UTE

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

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

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

### El Fideicomiso

Se constituyó por contrato el 12/9/2014 posteriormente modificado en las siguientes fechas: 30/4/2015, 16/10/2015 y 20/11/2015.

La emisión, totalmente integrada, fue de USD 53.6 millones; este monto, sumado al crédito bancario concretado por USD 124 millones, aseguraron el financiamiento de la obra cuyo costo fue de USD 178 millones. La obra concluyó y está plenamente operativa.



El estado de situación al cierre intermedio de junio 2023, se recoge en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 5: Estado de Situación del FF (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-23</b>	<b>31-Dec-22</b>	<b>31-Dec-21</b>
<b>Activo</b>	<b>131.172</b>	<b>132.842</b>	<b>137.713</b>
Activo Corriente	15.380	15.671	16.600
Activo no Corriente	115.792	117.171	121.113
<b>Pasivo</b>	<b>104.323</b>	<b>106.117</b>	<b>110.251</b>
Pasivo Corriente	6.586	6.028	5.638
Pasivo no Corriente	97.737	100.089	104.613
<b>Patrimonio</b>	<b>26.849</b>	<b>26.725</b>	<b>27.462</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>131.172</b>	<b>132.842</b>	<b>137.713</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>2,34</b>	<b>2,60</b>	<b>2,94</b>

Fuente: EE.CC FF Arias

En el Activo no Corriente se incluye (activo intangible) el valor del contrato como concesión de servicio en lugar del valor físico del parque según interpretación de la CINIIF 12. En este caso, al cierre del periodo dicho valor era de USD 107.7 millones.

La cuenta *Patrimonio* refleja el valor de los CP's pendientes de pago que al 30 de junio pasado era de USD 26.2 millones. En el último semestre no se registraron pagos por rescate de CP's por lo que el saldo de pagos se mantiene en USD 27.4 millones. El pago de USD 2 millones realizado en el periodo correspondieron íntegramente a resultados.

El estado de resultados del periodo y su comparativo con periodos anteriores se muestra en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 6: Estado de Resultados del FF (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-23</b>	<b>30-Jun-22</b>	<b>31-Dec-22</b>
Ingresos operativos	9.171	8.407	18.973
Costo de ventas	(5.682)	(5.508)	(11.041)
<b>Margen bruto</b>	<b>3.489</b>	<b>2.899</b>	<b>7.932</b>
Gastos de administración	(162)	(219)	(419)
<b>Resultado operativo</b>	<b>3.327</b>	<b>2.680</b>	<b>7.513</b>
Resultados diversos	62	0	0
Resultados financieros	(3.401)	(3.025)	(6.359)
<b>Resultados antes de IRAE</b>	<b>(12)</b>	<b>(345)</b>	<b>1.154</b>
IRAE	2.136	3.589	3.779
<b>Resultado del período</b>	<b>2.124</b>	<b>3.244</b>	<b>4.933</b>
<b>Resultados por CP's</b>	<b>3,963</b>	<b>6,053</b>	<b>9,203</b>

Fuente: EE.CC FF Arias

Los resultados positivos posibilitan el pago de dividendos de los CP's tal como se menciona líneas arriba.

El crédito recibido comenzó a amortizarse a partir del 14/5/2018 y se estima culmine el 14/11/35 (36 cuotas semestrales), en cambio los intereses devengados comenzaron a pagarse desde el año anterior. En relación a dicho crédito, en el período informado, se realizaron amortizaciones por USD 2.6 millones y se pagaron intereses por unos USD 3.1 millones. El pasivo financiero al cierre del semestre último quedó en USD 101.1 millones.

### **Riesgos considerados:**

**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**, no corresponde al haber culminado la obra.

**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 es el derivado de la cantidad física de energía provista, que luego de transcurrido un lapso significativo y realizadas algunas consultorías especializadas, se procedió a su ajuste a los valores que se han venido obteniendo. En efecto, en agosto de 2021 luego de que se recibiera el informe de la Consultora Barlovento Recursos Naturales se decide ajustar la producción esperada, lo que resultó en una caída del 5,6% respecto de la considerada en el prospecto.

La fecha de inicio de la puesta en funcionamiento del parque tuvo un leve retraso, aunque empezó a generar y vender energía en carácter de prueba antes de la fecha prevista en el proyecto original. En el siguiente cuadro se presenta la evolución de la facturación esperada y la real.

**Cuadro 7.- Facturación prevista y real de energía eléctrica del FF Arias**

Período de Producción	Dólares			%
	Teórico	Real	Diferencia	Diferencia
Abril 2017- setiembre 2017	5.512.152	4.574.970	(937.182)	-17,0%
Octubre 2017-diciembre 2017	5.345.966	4.729.279	(616.687)	-11,5%
Enero-diciembre 2018	19.194.383	19.194.185	(199)	0,0%
Enero-diciembre 2019	19.331.793	18.304.922	(1.026.871)	-5,3%
Enero-diciembre 2020	19.620.925	20.099.861	478.936	2,4%
Enero-diciembre 2021	19.574.867	18.703.676	(871.192)	-4,5%
Enero-diciembre 2022	19.955.861	18.357.012	(1.598.849)	-8,0%
Enero-julio 2023	11.257.828	10.799.176	(458.652)	-4,1%
<b>TOTAL Acumulado</b>	<b>114.281.623</b>	<b>110.188.109</b>	<b>(4.093.514)</b>	<b>-3,6%</b>

Fuente: UTE

**Nota:** en el acumulado no se incluye el período abril-setiembre 2017 porque el Parque aún no se había entregado formalmente.

Como puede observarse, una vez ajustada la producción teórica, los desvíos respecto de la producción real son menores. En el acumulado desde el inicio de la puesta en operación del parque los ingresos reales han estado un 3,6% por debajo de lo previsto según las últimas proyecciones de la consultora Barlovento.

La menor venta de energía al inicio de la puesta en operación del parque fue compensada por las penalidades cobradas a Gamesa (4,22 millones), por la entrega tardía del parque.

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

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.

El Proyecto planteó 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 en su momento resultaron razonables en opinión de CARE y de los técnicos consultados. A la luz de los resultados obtenidos en esos primeros años de operación y al resultado de la consultoría realizada por Barlovento Recursos Naturales puede concluirse que existió una sobreestimación del factor de capacidad, cuyos efectos habían sido contemplados en el proceso de sensibilización de la TIR..

En base a los flujos de fondos ejecutados hasta diciembre de 2021 y las proyecciones financieras elaboradas considerando la nueva estimación de producción energética anual, el operador estima que la rentabilidad esperada se mantendría en los niveles originales, a pesar de la menor producción de energía.

## 1.1.- Análisis de sensibilidad original

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

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

En oportunidad de la calificación original 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 ese caso que el factor de capacidad del proyecto sería inferior al estimado del prospecto. Se tomó como valor de referencia, un factor de 46,5%, 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>3</sup>.

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

**Cuadro 8: TIR media, máxima y mínima según modelo original**

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

Fuente: CARE

*La TIR esperada para el inversor alcanzaría el 8.3% con un valor mínimo de 4,6% y un valor máximo de 13,6%. A su vez, existe un 90% de probabilidad que la TIR del inversor sea mayor al 5%. Por otra parte es nula la probabilidad de una TIR con valores negativos.*

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

Desde la puesta en operación del parque el factor de capacidad ha estado en el entorno del 45,2% variando entre un máximo de 47,8 en 2020 y un mínimo de 42,9% en 2022. Estos valores estuvieron bastante alineados con el valor medio supuesto para el análisis de Montecarlo por lo que siguen siendo válidos esos resultados. La consultoría de Barlovento confirma la validez del valor tomado como medio, ya que ésta le asigna para el largo plazo un factor de planta de 46,7%.

## 1.2.- Resultados bajo un escenario muy desfavorable

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

**Cuadro 9: Factor de capacidad mínimo**

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

Fuente: CARE

Para el caso de que solamente se cubriera el servicio de deuda y los costos operativos, el parque operaría con un factor de capacidad del 31,1%. Dada la información disponible respecto de otros parques, consultas realizadas por CARE con informantes calificados, el resultado de la consultoría y los antecedentes obtenidos desde la puesta en funcionamiento de este parque, la probabilidad de ocurrencia de este escenario sería prácticamente nula. Incluso, si se definiera un escenario para cubrir costos, remunerar el crédito y alcanzar una TIR de 0 (recuperando la inversión), el factor de capacidad necesario sería aproximadamente de 37,0 %, también por debajo de los valores obtenidos hasta el presente y los proyectados.

## 1.3.- Resultados con los factores de capacidad reales logrados

En los años transcurridos desde que opera el parque, ya se pueden observar rendimientos reales en la producción de energía. En el siguiente cuadro se presenta la TIR que cabría esperar con diversos factores de capacidad que se han observado en estos años. Se estima la TIR para el año de mayor producción (2020), para el de menor (2022), para el promedio de los últimos 5 años y para la proyección de la última consultoría. Para realizar estas estimaciones se utilizó el modelo financiero original, al que se le ajustó la variable de producción.

**Cuadro 10: TIR estimada con factores de capacidad reales**

Generación	Fact.cap.	TIR
Producción real de 2022	42,9%	5,3%
Producción real de 2020	47,8%	8,9%
<b>Proyectada Barlovento</b>	<b>46,7%</b>	<b>8,1%</b>
Producción real promedio últimos 5 años	45,2%	7,1%

Fuente: CARE

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

## 2. Nueva estimación Costo de Oportunidad del capital.

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado, en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC<sup>4</sup>) del presente proyecto.

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC<sup>5</sup>) es una tasa de descuento que mide el costo de capital utilizado para invertir en el proyecto y se define como la media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos (como la deuda); el valor así obtenido es la tasa de descuento que se emplea para descontar el flujo de fondos del proyecto. En este caso el costo de la deuda sería la tasa de interés correspondiente a la operación del crédito de largo plazo, mientras que el de los recursos propios es el costo de oportunidad de los inversionistas. A continuación, se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto.

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital (propio)

E: Capital propio (CPs)

D: Deuda (crédito de largo plazo)

Rd: tasa de interés de la deuda (se supone un 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>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:

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

Donde:

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

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

<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.

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

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

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

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

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

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,82%. Este valor es menor a la TIR esperada del inversor ajustada por CARE a la producción actual (7,1%), lo que estaría indicando que el proyecto sería atractivo, según esta metodología. Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual. Por otra parte suponen una comparación internacional que no está disponible en general para los inversores institucionales.

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

Finalmente, si consideramos esta tasa junto a la del costo del crédito y las participaciones de ambas fuentes de financiamiento, la tasa de descuento (WACC) aplicable a este proyecto sería de 4,75%, también inferior a la TIR esperada.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>8</sup>. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,37% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,02%. Ambos rendimientos también están por debajo la TIR más probable de este Fideicomiso.

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

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

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** El riesgo de generación de flujos para generar rentabilidad a los CP es bajo por la baja probabilidad de que el factor de capacidad sea menor a 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 muy bajo.*

**Riesgo de descalce de monedas.** El descalce de monedas es nulo debido a que los ingresos del proyecto y la mayor parte de sus compromisos están expresados en dólares. Los costos en 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**. Incluso una eventual caída en el consumo de energía en los hogares, un incremento en la morosidad o la ampliación de medidas de apoyo a los sectores con problemas, tampoco deberían tener efectos sobre los flujos esperados.

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

<sup>9</sup>. Puede consultarse en [www.dne.gub.uy](http://www.dne.gub.uy)

En línea con lo anterior, UTE ha promovido otros Parques bajo diferentes modalidades. Además de este fideicomiso CARE califica otro, denominado "Pampa", en una modalidad enteramente similar aunque de dimensiones mayores (aproximadamente el doble). Por otra parte también califica una sociedad anónima que ha emitido acciones preferidas, que explota otro parque eólico operando en la localidad de Valentines (Areafin SA).

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.

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

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

Más allá de la estabilidad económica del gestor, corresponde analizar la 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. Hay una evidente preocupación por la mejora de todos los procesos lo que se evidencia en las múltiples certificaciones logradas. También es notorio su impulso a la generación eólica, consistente asimismo con la política energética general. En este sentido desde 2010 UTE ha comenzado a desarrollar una estrategia de cambio de la matriz energética apuntando a la incorporación de energía proveniente de fuentes renovables. En particular, la política de generación eólica ha establecido diferentes líneas de acción: licitación para la instalación de parques eólicos por parte de empresas privadas a las cuales UTE les asegura la compra de la energía generada; instalación de parques propios; y otros proyectos a implementarse a través de diferentes vehículos con participación de UTE<sup>10</sup>.

Se puede observar en el siguiente cuadro el resultado de la política de incremento de las fuentes renovables en la matriz energética ya que en 2015, la energía eólica producida en el país representaba el 17% del total de la generación, mientras que en el año 2022 representó el 35 % del total, apenas por debajo de la hidráulica.

<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)

**Cuadro 11. Composición energética de Uruguay por fuente en GWh**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Hidráulica	7.145	6.139	7.839	3.950	5.159	5.518
Eólica	3.768	4.719	4.736	5.456	4.976	4.763
Biomasa	902	817	852	1.027	1.032	939
Fotovoltaica	253	390	390	423	436	438
Térmica	225	360	283	805	2.451	1.282
<b>TOTAL</b>	<b>12.293</b>	<b>12.425</b>	<b>14.100</b>	<b>11.661</b>	<b>14.054</b>	<b>12.940</b>

Fuente: UTE Página WEB

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

La generación eléctrica en el país ha crecido en forma significativa en los últimos años, de la mano de la producción eólica y fotovoltaica y en consecuencia no solamente se ha reducido la necesidad de producir energía con combustibles fósiles sino que también se han ido generando saldos exportables. La reducción en la generación de energía del año 2022 se explica por una menor producción de energía térmica para exportar a la región, que había sido muy alta en el año anterior.

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

**Cuadro 12: Consumo en kWh/cápita**

País	Ubicación	2021*
Islandia	1	50.409
Noruega	2	22.350
Suecia	8	13.085
EEUU	9	11.730
Australia	18	9.008
Japón	31	7.519
Francia	38	6.644
Reino Unido	58	4.702
China	68	3.991
Mundo		3.599
<b>Uruguay</b>	<b>82</b>	<b>3.179</b>
Argentina	95	2.661
Brasil	99	2.405
India	124	857

Fuente: Index Mundi

\* último dato disponible

Como puede observarse en el cuadro, el Uruguay está en la posición 68 del consumo per cápita de energía, muy por debajo de los países de alto consumo. Sin embargo si solamente se considera el consumo per cápita de energía eólica, el Uruguay ocupa el lugar número 7, lo que ratifica el éxito que ha tenido la política tendiente a la promoción de este tipo de energía.

La tasa de crecimiento del consumo de energía en el Uruguay era históricamente del 2%, pero actualmente está ascendiendo a entre 3 y 5%, por lo tanto deberían seguir incorporándose más fuentes renovables. Se estima que en la medida que avance el desarrollo de la movilidad eléctrica, lo que es un objetivo general de la política ambiental del país, se debería incrementar la demanda de energía eléctrica, y ésta deberá ser suministrada por fuentes alternativas a la generación térmica, ya que justamente el objetivo de la política es reducir la utilización de combustibles fósiles,

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.

<b>Cuadro 13 Ventas de energía y servicios activos</b>					
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Energ. vendida al mer.int.(miles dólares)	1.633.071	1.447.306	1.321.750	1.346.453	1.792.032
Energía vendida al mercado int. (GWh)	8.736	8.577	8.600	8.761	9.201
Número de servicios activos	1.483.960	1.511.608	1.542.893	1.577.909	1.614.161

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

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

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

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

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

### **4. El riesgo de cambio técnico**

Cabe preguntarse qué podría pasar a largo plazo si por temas tecnológicos pudieran introducirse otras fuentes de energía que aconsejaran dejar de lado la eólica. O en su caso que otras técnicas permitieran un aprovechamiento mayor de la energía eólica diferente a la prevista con este Parque. Estos elementos podrían hacer caer el precio spot<sup>11</sup>. Sin embargo, como el contrato se realiza a un precio fijo, este riesgo no corresponde.

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

<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



Ing. Julio Fleve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

<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.**