

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

Montevideo, diciembre de 2016

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

**Actualización de la Calificación Oferta Pública:
Certificados de Participación Serie A y Serie B
FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA
20-12-2016**

Fiduciario:	República AFISA
Fideicomitente, Gestor Beneficiario:	UTE (Usinas y Trasmisiones Eléctricas)
Monto de la Emisión:	U\$S 15 millones CP Serie A, y U\$S 82 millones en CP Serie B.
Entidad Registrante y Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo SA
Bienes Fideicomitados:	(entre otros) Aportes de suscriptores incluso UTE, aerogeneradores, contratos, activos financieros.
Fecha de Emisión:	20/03/2015 y 25/09/2015
Plazo:	hasta la liquidación del fideicomiso con un máximo de 30 años
Importe de la Emisión:	420.000.000 (UI cuatrocientos veinte millones) de valor nominal.
Interes:	5,50 % lineal anual en Unidades
Calificación de Riesgo:	Certificados de Participación A: AA (uy); Certificados de Participación B: A (uy);
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Vigencia:	Semestral
Análisis de Contingencias Jurídicas:	Herrera Profesionales Asociados
Manual:	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 se está construyendo en la localidad de Pampa. El proyecto consiste en la construcción y operación de una central de generación eólica de aproximadamente 141,6 MW, conectada al Sistema Interconectado Nacional, a partir de 59 aerogeneradores de 2,4 MW de potencia unitaria. 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 otros¹.

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 así como sus complementos de fechas 10/12/14 y 9/2/15.
- 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. Por ejemplo se prevén intervenciones para mitigar significativamente el riesgo constructivo, tales como el pago como si se generara energía aun no terminándose en la fecha prevista la construcción del Parque. O la cobertura de cualquier desvío del presupuesto original para asegurar la puesta en funcionamiento del mismo. Por otra parte aportó 19.4 millones de dólares canjeables por Certificados de Participación tipo B, se compromete a recibir toda la energía generada, a pagarla a un precio determinado, e incluso firmó con los titulares de Certificados de Participación tipo A, un contrato de opción de venta con una rentabilidad asegurada. Para la ejecución del proyecto se gestionó y se obtuvo un crédito con una institución financiera de primer nivel internacional que junto a la emisión lo financiarán. El proveedor ya entregó en sitio la totalidad de los aerogeneradores comprometidos y, a la fecha de redacción de este informe, se puede decir que la totalidad de la obra está prácticamente culminada.
- 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. El precio de la energía como se señaló es fijo y se actualiza según la paramétrica utilizada en otros contratos similares.

¹ 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.

- Un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr el propósito del mismo, esto es invertir en la puesta en marcha y explotación del parque eólico, vendiendo a precio asegurado la energía generada.
- 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. Se trata de un negocio de renta variable apalancado en un crédito gestionado por UTE, para cofinanciar con los beneficiarios de los CPs, todo el Parque.
- 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. (Sección III)
- 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 fortalezas principales para la calificación de los CPs. Por otra parte la responsabilidad económica en que incurre en sus eventuales intervenciones representa una cifra menor respecto de su facturación y de su patrimonio.
- El fiduciario es República AFISA de comprobada trayectoria en el negocio fiduciario.
- 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.
- El financiamiento de la obra está asegurado, tanto por la exitosa colocación de esta emisión como por el cierre del crédito a largo plazo. Según surge del balance del fideicomiso al 30/6/16, a dicha fecha, ya se ha ejecutado el 82 % del presupuesto previsto y, al momento de redactar este informe, todo hace suponer que las obras estarán prácticamente culminadas.
- 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 no obstante una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, una expectativa de rentabilidad aceptable Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (T.I.R) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en 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 así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez y por 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 semestralmente 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. El fiduciario y el gestor se comprometen a proveer esta información. CARE por otra parte realizará sus propias inspecciones in situ de considerarlas necesarias.

Como ya se ha manifestado, UTE en su calidad de gestor ha tramitado todos los permisos tanto ambientales como del propio Ministerio de Industria, Energía y Minería (MIEM) así como los beneficios tributarios de la ley de inversiones de lo cual derivó el comienzo de la obra, a la fecha casi culminada.

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. Comprende el suministro, instalación y montaje de los aerogeneradores, la estación de control de la central y las instalaciones eléctricas necesarias para su puesta en marcha, así como también la construcción y acondicionamiento de los accesos al parque y a los aerogeneradores. El parque venderá el 100% de su energía a UTE, a través de un contrato de compraventa de energía (el "PPA") de 20 años de plazo. El monto a ser invertido asciende a U\$S 323 millones aproximadamente.

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

El parque se 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. Esos estudios, ratificados por una firma independiente (Barlovento), determinaron que la zona escogida es una de las mejores en el país para llevar adelante este tipo de emprendimientos.

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de un contratista bajo la modalidad llave en mano. Durante el mes de Mayo de 2013 se realizó una convocatoria a la cual se invitó a 11 fabricantes mundiales con reconocida trayectoria en este tipo de emprendimientos. En Agosto de 2013 se recibieron 8 ofertas, las cuales fueron evaluadas en forma detallada por los equipos técnicos y financieros de UTE. Finalmente, en 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. El acto administrativo de selección y adjudicación de Nordex no ha sido impugnado y se encuentra firme según certificado notarial de la UTE de fecha 9 de julio de 2014 expedido a solicitud de CARE.

El Proyecto estará 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 estima en U\$S 323 millones, que se financiará en un 70 % con cargo a un crédito internacional de largo plazo, ya concedido, y el resto será aportado por la emisión de los certificados de participación (CPs) del Fideicomiso. Las emisiones se produjeron el 20/3/15 para la Serie A por U\$S 15 millones y el 25/9/15 para la Serie B por U\$S 82 millones. Se colocaron en su totalidad.

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 addenda de informe jurídico- a la calificación original, que dichas modificaciones no alteraban 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 30/06/16 elaborado por el Gestor (UTE).
- d) EE.CC del fideicomiso al 30/6/16
- e) EE.CC de la fiduciaria al 30/6/16

Hechos destacados en el período

- Al 30/6/16 se han entregado en sitio la totalidad de componentes de los 59 aerogeneradores que conforman el parque eólico. De estos, 43 estaban ya completamente montados.
- La obra de infraestructura (caminería, plataformas etc) ha seguido avanzando; en general se mantiene un desfase de aproximadamente 3 meses respecto a lo originalmente establecido previéndose su finalización para el corriente mes de diciembre. Los atrasos podrían dar lugar a la aplicación de multas.
- 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 30/6/16 se ha ejecutado un 82 % del presupuesto original. Los sobrecostos constatados se consideran razonables y están cubiertos por la previsión dispuesta para dicha contingencia.
- Posteriormente a la fecha del informe citado, se complementa por parte del gestor que en el mes de agosto de 2016 (con 55 aerogeneradores montados) comenzaron los ensayos de los aerogeneradores ya instalados; como el parque cuenta con conexión provisoria desde la línea de transmisión, en el mes de setiembre se comenzó a inyectar energía eléctrica a la red interconectada.
- En agosto de 2016 CARE calificó la emisión de acciones de Areaflin SA con la calificación de A (Uy) de grado inversor. Areaflin SA es una empresa propiedad de UTE y por este mecanismo de oferta pública puso a disposición del público el 80 % del paquete accionario por un valor de hasta U\$S 44 millones. El objeto de la sociedad es la explotación del "Parque Eólico Valentines" que dispone de 35 aerogeneradores con una potencia total estimada en 70 MW.

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 recuerdan sus aspectos más salientes.

Del informe mencionado se destaca por ejemplo que: *“En cuanto a la adecuación de la estructura analizada con el orden jurídico vigente, el Contrato (de fideicomiso) cumple con las normas legales y reglamentarias que disciplinan el fideicomiso financiero, el especial los artículos 25 a 33 de la Ley 17.703.”(II F 4).*

O también, respecto de las contingencias subjetivas: *“de la compulsión de la documentación analizada se concluye que las partes se encuentran autorizadas por el ordenamiento jurídico vigente a participar en el negocio fiduciario proyectado y no se aprecian obstáculos para la validez y eficacia de las obligaciones que asumen.” (III A 4).*

En cuanto a las contingencias objetivas repara especialmente en las autorizaciones administrativas así como en la declaratoria promocional (III B 9)

Y 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 bajo.

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. Aún así, su liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso puede no ser instantáneo. *El riesgo es pues mínimo para los A y medio 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 intermedios al 30/06/2016, que cuentan con informe de revisión limitada independiente (Deloitte), la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 549.466. Esto supone una disminución del orden del 11 % respecto al que tenía al 31/12/2015; esto se explica 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 5,96. 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	30/6/16	31/12/15	31/12/14
Activo	622.793	714.204	535.512
Activo Corriente	310.980	457.830	339.206
Activo no Corriente	311.813	256.374	196.306
Pasivo	73.328	96.271	66.646
Pasivo Corriente	52.155	87.650	59.985
Pasivo no Corriente	21.173	8.621	6.662
Patrimonio	549.466	617.932	468.866
Pasivo y Patrimonio	622.793	714.204	535.512
Razón Corriente	5,96	5,22	5,65

Fuente: EE.CC RAFISA

La firma muestra una disminución en su facturación en relación al primer semestre del ejercicio anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado (primer semestre de 2016 comparado con primer semestre de 2015). En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos en el semestre 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	30/6/16	30/6/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	168.648	194.357	321.020	270.138
Gastos de Adm y Ventas	(96.925)	(101.040)	(206.613)	(191.557)
Resultado Operativo	71.723	93.317	114.408	78.581
Resultados Diversos	3	23	41	597
Resultados Financieros	33.115	39.940	84.555	38.125
IRAE	(24.241)	(27.139)	(49.938)	(22.255)
Resultados del Ejercicio	80.600	106.141	149.066	95.047

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 junio de 2016, RAFISA mantenía la administración de 44 fideicomisos y un fondo de inversión distribuidos en áreas diversas. A vía de ejemplo, 11 fideicomisos por recuperación de carteras; 14 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 mantiene o incrementa la cartera de clientes y su diversificación lo que garantiza su idoneidad para la función.

b. Operador, constructor

En mayo de 2013, la UTE invitó a 11 de los principales fabricantes de aerogeneradores del mundo a presentar propuestas técnicas y económicas para el suministro y construcción del parque eólico Pampa en la modalidad "llave en mano" acompañada de una propuesta indicativa de financiamiento a largo plazo. Se recibieron 8 propuestas y finalmente UTE optó por la de la firma Nordex SE, reconocida mundialmente en el sector e incluso con presencia en nuestro país.

Nordex SE, denominada operador y proveedor de la tecnología, fue fundada en Dinamarca en el año 1985. Su perfil técnico y sus antecedentes fueron analizados al detalle en ocasión de la calificación original por lo que se considera innecesario reiterar acá. Solo cabe mencionar que de dicho análisis CARE concluyó que la firma está perfectamente capacitada para abordar los compromisos asumidos en esta operación.

Por lo antedicho, en esta sección de aquí en adelante se hará solamente el seguimiento económico financiero de Nordex.

Perfil financiero

Nordex es una empresa que cotiza en la bolsa de Alemania; en sí mismo este hecho asegura transparencia y un monitoreo constante de su situación económica y financiera por parte de analistas financieros especializados.

En forma resumida se incluyen a continuación indicadores relevantes que ilustran la situación y evolución de la empresa según última Memoria Anual publicada

CUADRO 3: Indicadores resultados y situación de Nordex			
(millones de euros)	2015	2014	2013
Ingresos netos	2.416,1	1.739,5	1.502,3
EBIT	126,2	78,0	44,3
Margen EBIT	5,2%	4,5%	3,1%
Resultado del Ej. consolidado	52,3	39,0	10,3
Activo	1.460,1	1.239,9	1.191,4
Patrimonio	455,6	396,0	368,0
Capacidad instalada expresada en MW	1.697,0	1.489,0	1.254,0

Fuente: web site Nordex, Memoria Anual 2015

Las cifras del cuadro precedente son elocuentes en cuanto a confirmar la solvencia y crecimiento de la empresa. Las ventas en 2015 se incrementaron casi 39 % en euros mientras que el resultado final lo hizo un 34 %. La capacidad instalada de generadores, medida en MW, creció 14 % en el último año. El patrimonio al cierre de 2015 es 15 % superior al año anterior.

Finalmente cabe decir que Nordex, tal cual se estipulaba en el contrato, constituyó garantías de fiel cumplimiento del mismo por U\$S 41.644.000 mediante avales bancarios.

En definitiva, CARE mantiene la opinión que desde el punto de vista de su idoneidad técnica y experiencia acumulada así como de su condición económico financiera el Operador no ofrece dudas en cuanto a su capacidad de cumplir con este compromiso.

Por otra parte, a la fecha de elaboración de este informe, la firma ya ha entregado y se encuentran en sitio, la totalidad de los componentes de los 59 aerogeneradores adquiridos; la mayoría de ellos se encuentran incluso montados y se están realizando las pruebas pertinentes inyectando energía eléctrica a la red. En consecuencia, la etapa constructiva se encuentra prácticamente terminada.

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

Se compromete 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.

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 por lo que en esta sección se hará solamente el seguimiento de su evolución económico financiera.

Capacidad económico 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.

CUADRO 4: Estado de Situación Patrimonial consolidado			
(millones de \$)	2015	2014	2013
Activo Corriente	23.886	19.719	15.558
Activo no Corriente	185.146	141.742	115.397
Total Activo	209.032	161.461	130.955
Pasivo Corriente	19.553	14.559	11.085
Pasivo no corriente	68.784	42.427	21.057
Total Pasivo	88.337	56.986	32.142
Patrimonio	120.695	104.475	98.813
Total Pasivo y Patrimonio	209.032	161.461	130.955
Razón Corriente	1,22	1,35	1,40

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) es alta.

CUADRO 5: Estado de Resultados consolidado

(millones de \$)	2015	2014	2013
Ingresos de explotación	40.343	39.061	36.258
Costos de explotación	(24.204)	(20.548)	(21.573)
Resultados de explotación	16.138	18.513	14.685
Gastos Adm. y Ventas	(8.583)	(7.136)	(7.188)
Resultados diversos	(630)	(219)	(422)
Resultados financieros	(1.624)	(1.196)	(786)
Resultados antes impuestos	5.301	9.962	6.289
Impuesto a la renta	620	1.087	199
Resultado neto del ejercicio	5.921	11.049	6.488
Otros Resultados Integrales	1.981	37	
Resultado Integral Ejercicio	7.902	11.086	6.488

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

El último ejercicio arroja nuevamente importantes ganancias conformando un tercer año consecutivo en el mismo sentido. La empresa es muy sensible a contingencias climáticas, Por la característica de ser una empresa estatal y monopólica, cuya razón de ser es brindar energía eléctrica a la población, no puede dejar de hacerlo cualquiera sea el costo en que deba incurrir (al menos dentro de límites razonables). La energía de menor costo de producción es la hidráulica, episodios de sequía severos obliga a la empresa o bien a importar energía y/o a producirla a costos muy superiores. A diferencia del año 2012, los tres últimos años fueron propicios para la generación hidráulica y eso se ha visto reflejado en los balances. En parte, el programa de inversiones en que se inscribe esta operación responde a la política tendiente a lograr soberanía energética a partir de fuentes renovables, más previsibles y económicas.

UTE ha demostrado, además, tener un buen acceso al mercado bancario y 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. Esta que nos ocupa, tuvo una demanda del público minorista que triplicó la oferta demostrando una gran confianza en el producto y en la empresa gestora.

Por otra parte, la magnitud de los compromisos asumidos en esta operación en relación a su patrimonio y facturación es muy baja. En primer lugar, el compromiso cierto de invertir U\$S 20 millones en CP's de la Serie B ya ocurrió (en realidad fueron U\$S 19.4 millones). Eventualmente, de existir sobrecostos en la obra, debe asumírselos. Esta eventualidad está muy acotada, en efecto la parte del presupuesto que corresponde a construcción y provisión de equipos es de U\$S 279 millones (U\$S 273 de contrato llave en mano con Nordex y poco menos de U\$S 6 millones para contingencias). El resto hasta completar

el presupuesto total de U\$S 323 millones, es decir U\$S 44 millones, refiere fundamentalmente a costos financieros, contingencias y otros gastos por lo que los eventuales desvíos que podrían ocurrir serían relativamente menores. Para hacer frente a estos compromisos, la empresa cuenta, como se ve en el Cuadro 4, con un patrimonio a diciembre de 2015 equivalente a U\$S 4.200 millones y, según lo muestra el Cuadro 5, con ingresos de explotación del orden de los U\$S 1.500 millones para el mismo ejercicio. Al redactar este informe, con la obra prácticamente ejecutada, los sobrecostos verificados fueron cubiertos holgadamente con los fondos de contingencia previstos. Efectivamente, estos representaron hasta el momento, U\$S 2.74 millones, alrededor de 50 % del monto fijado para la contingencia que era de U\$S 5.453.700 y que se cubren con el propio flujo del proyecto.

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

Más allá de la fecha de su constitución, en los hechos su actividad comenzó en marzo de 2015 cuando se emitieron los CP's Serie A por U\$S 15 millones los que fueron integrados en forma inmediata. También en marzo de 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. Del préstamo concedido ingresaron algo más de U\$S 58 millones.

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. Al 30/06/16, los costos incurridos en la obra ascendieron a U\$S 265.318.572 contra U\$S 146.851.641 incurridos al 31/12/15 es decir, en el primer semestre del corriente año se ejecutó obra por un monto de U\$S 118.466.931; en total, a la fecha de los estados contables intermedios del fideicomiso se reporta una ejecución presupuestal del orden del 82 % del total.

El cronograma de obra establecido por Nordex en sus informes de avance de obra asume un retraso de tres meses respecto al contrato lo que implicaría que la recepción provisional del parque sería en diciembre de 2016. Cabe decir que en función de lo establecido en el contrato "llave en mano", de constatarse este atraso podrían corresponder penalidades al contratista.

A continuación se informa el estado de situación del FF según surge de los EE.CC del mismo al 30/06/16. No corresponde el comparativo por tratarse del primer ejercicio.

CUADRO 6: Estado de Situación del FF

(miles U\$S)	30/06/16	31/12/15
Activo	308.412	182.222
Activo Corriente	43.093	35.371
Activo no Corriente	265.319	146.852
Pasivo	212.973	87.532
Pasivo Corriente	108.519	53.039
Pasivo no Corriente	104.454	34.493
Patrimonio	95.440	94.690
Pasivo y Patrimonio	308.412	182.222
Razon Corriente	0,40	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. El pasivo corriente corresponde, en su mayor parte, a deudas con Nordex las que se cancelarán con cargo al crédito bancario.

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 semestre bajo análisis se desembolsaron U\$S 70.208.542 los que fueron aplicados íntegramente a la ejecución de obra. Parte de ese monto fueron pagados directamente a Nordex por parte del banco por cuenta y orden del fideicomiso. De esta forma, se llega a esa fecha a una utilización de U\$S 128.359.239 del crédito lo que equivale a 57 % del total. La tasa de interés a pagar es del 3.53 % y hay una comisión por compromiso de 0.60 % anual sobre el monto sin desembolsar.

Al no haber aún comenzado la etapa comercial del parque, esto es, la producción y venta de energía, el estado de resultados del fideicomiso no aporta información relevante.

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 mínimo.

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, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administración con las responsabilidades del proyecto es muy bajo. Riesgo mínimo.

Riesgo constructivo, que supone tener presente el conjunto de circunstancias que pueden diferir o impedir la puesta en funcionamiento del Parque en el tiempo previsto, y por tanto la generación de recursos para los inversores. La cobertura de este riesgo se encuentra satisfecha por varias circunstancias. En primer lugar por los antecedentes de la empresa constructora contratada, así

como por el procedimiento de realización de obras recogido en el prospecto ("llave en mano"). En cuanto a la disponibilidad de financiamiento, cabe decir que ya se cerró el contrato de crédito a largo plazo y se colocó exitosamente la emisión de CP's. Por otra parte, UTE asegura dos circunstancias cruciales. Por una parte se obliga a realizar aportes de dinero al Fideicomiso por un monto mínimo equivalente al 20% del monto de emisión de los Certificados de Participación (aspecto ya cumplido); pero adicionalmente también todos los fondos que sean necesarios para poder finalizar el Proyecto, en caso que no sean suficientes según lo originalmente presupuestado con los fondos obtenidos del Préstamo y los recibidos por la emisión de los Valores. (Cláusula 7 del contrato de fideicomiso). Por otra parte y en forma adicional a los aportes que como fideicomitente UTE se obliga a realizar, para el caso en que por cualquier motivo el proyecto no se encuentre terminado y en funcionamiento dentro de un plazo de 24 meses desde la fecha de inicio del contrato de construcción llave en mano, UTE se obliga, a partir del mes 25, a adelantar pagos en forma mensual por compras de energía, bajo el Contrato de Compraventa de Energía Eléctrica (Cláusula 8 del contrato de fideicomiso); por último, la obra ya está prácticamente terminada con la totalidad de los aerogeneradores en sitio, la mayoría de los cuales montados y habiendo iniciado el período de prueba produciendo energía enviada a la red a través de una conexión provisoria. *Riesgo mínimo.*

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

Riesgo por cambio de operador, Nordex ha firmado con el fiduciario el contrato de construcción llave en mano y el Contrato de Operación y Mantenimiento. El cambio del operador no resulta una operación sencilla aún para los casos previstos pero, en base a todos los análisis practicados, no se considera probable, menos aún, habiendo casi culminado la etapa constructiva. *Riesgo mínimo*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DEFONDOS

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 instalado "llave en mano" comience a funcionar. 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 en tanto no ha comenzado, sino a modo de prueba, la generación y venta de energía.

1. Resumen financiero del proyecto.

Como se refirió el parque venderá el 100% de su energía a UTE, a través de un contrato de compraventa de energía (el "PPA") de 20 años de plazo a partir de una inversión entre CPs, crédito -que supone apalancamiento positivo- y aportes de UTE, de 323 millones de dólares.

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

Otros factores que podrían generar incertidumbre en el resultado del proyecto han sido mitigados por la estructura contractual del negocio. A modo de ejemplo, podemos citar nuevamente el caso de los costos de la inversión los cuales están fijados bajo la modalidad de contrato de ejecución de obra llave en mano, por el cual la empresa contratista y operadora Nordex, se compromete a entregar la obra en funcionamiento en el plazo estipulado y por un precio establecido en el contrato. Por otra parte en caso de demoras en la puesta en funcionamiento UTE ha previsto el empleo de un mecanismo de adelanto de ingresos generados por la venta de energía del parque de modo de cubrir los costos operativos y financieros correspondientes. Finalmente, se entiende que el riesgo de precios está mitigado debido a que está fijado por contrato y la paramétrica de ajuste que se sigue es la evolución de los índices de precios mayoristas de Uruguay y USA².

2. Evaluación de rentabilidad de la inversión, y de los riesgos asociados

Como fue mencionado anteriormente, el Proyecto plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor 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.

² Punto 8 Ingresos, página 28 del prospecto de emisión

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.

2.1. Análisis de sensibilidad

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%³.

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.⁴

³ Este rango procede de estudios técnicos para Uruguay que obran en poder de CARE.

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

CUADRO 7: TIR media, máx. y mín. s/escenarios

TIR	Esc. 1	Esc. 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

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).

2.2 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado, 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 (WACC⁵) del presente proyecto. El mismo se obtiene considerando los costos o retribución correspondiente de las diferentes fuentes de recursos, ponderadas por su participación en la estructura de financiamiento. En este caso el costo de la deuda sería la tasa de interés correspondiente a la operación de crédito con KFW en tanto que se calculó el rendimiento requerido por el capital invertido en Certificados de Participación (fondos propios), y se ponderó el mismo por el peso de estos en las fuentes de financiamiento.

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁶ adicionamos a éste una prima que contempla el riesgo específico de la empresa que ejecuta el proyecto.

Aplicando valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (11,5%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos 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 los CPs. A su vez, los movimientos en las tasas de interés internacional que se están procesando en este momento deberían afectar los retornos promedios estimados por Damodaram.

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 8,00 %, 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.

⁵. Weighted Average Cost of Capital

⁶ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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"⁷. 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.

⁷ Puede consultarse en www.dne.gub.uy

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.

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; desarrollo de un emprendimiento privado con participación de UTE en partes iguales con Electrobras a instalarse en paraje Artilleros en Colonia (65 MW), y otros proyectos a implementarse a través de diferentes vehículos con participación de UTE de hasta un 20% en el capital (300MW).⁸.

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 8: Potencia instalada UTE según fuentes (MW)

Conceptos	2015	2014	2013	2012
Hidráulica	593	593	593	593
Térmicas a vapor	170	215	235	255
Turbinas de gas-motores recíprocantes	606	576	588	612
Parques eólicos	87	87	20	20
Arrendamiento y otras fuentes	250	371	355	154
Total parque generador UTE	1711	1842	1791	1634
Carga máxima anual	1883	1822	1918	1742

Fuente: UTE en Cifras, página WEB oficial

⁸. Un completo detalle de todos los parques, privados y públicos, terminados o en desarrollo, puede consultarse en www.parqueseolicos.gub.uy

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

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

CUADRO 9: Consumo anual Kw/cápita en países seleccionados

	2010	2011	2012	2013	2013/2000.
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
Mundo	2981	3031	3064	3104	1,30

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 spot⁹. 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

⁹. 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\$/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.¹⁰

¹⁰ 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.

Comité de Calificación



Martín Durán Martínez



Julio Preve