

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

Montevideo, octubre de 2017

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

**Actualización de la Calificación Oferta Pública:
Certificados de Participación Serie A y Serie B
FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA 11 de octubre 2017**

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 S.A.
Bienes fideicomitados:	(entre otros) Aportes de suscriptores incluso UTE, aerogeneradores, contratos, activos financieros.
Fechas de emisión:	20/3/15 y 25/9/15
Plazo:	hasta la liquidación del fideicomiso con un máximo de 30 años.
Calificación de Riesgo:	Certificados de Participación A: AA (uy); Certificados de Participación B: A(uy)
Vigencia de la calificación:	hasta 30/4/2018.
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 está ya generando energía y en los ajustes finales de su construcción.

A modo de resumen los aspectos salientes de la calificación son: los elementos más destacados de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consignara en el informe elaborado por el estudio Herrera Profesionales Asociados y que se adjuntara como anexo al informe de calificación original.
- Debe destacarse que la construcción del parque eólico se realizó mediante un contrato llave en mano con una empresa de primer nivel (Nordex SE) acordado y controlado por UTE. Esta empresa pública es la gestora del proyecto velando por su ejecución, por la obtención de todos los contratos y autorizaciones necesarias para su ejecución, y blindando con su participación varios riesgos característicos de este tipo de proyectos.
- El 31 de marzo de 2017 se emitió el certificado de Recepción Provisional del Suministro, lo que determinó el inicio de la etapa de operación y mantenimiento del parque. Dicha Recepción Provisional se realizó en una fecha posterior a la acordada en el contrato con la empresa contratista, por lo que de acuerdo a las cláusulas contractuales Nordex debió pagar la suma de 12:7 millones de dólares.
- A la fecha, la totalidad de los aerogeneradores (59) se encuentran generando energía, y desde el 6 de febrero de 2017 se está facturando al 100% del precio acordado, el que es fijo y se actualiza según la paramétrica utilizada en otros contratos similares.
- En los primeros meses de funcionamiento del parque la generación de energía no fue la esperada, lo que se explica por la puesta gradual en funcionamiento de los aerogeneradores y porque los vientos en los meses del verano en general son menores a los de otras estaciones. La generación fue aumentando en forma gradual y en los meses de junio, julio y agosto de 2017 ya no se verificaron desvíos significativos con respecto a lo previsto. De cualquier manera se requerirá de un plazo mayor de tiempo a los efectos de poder concluir si la generación de energía es o no la esperada por el proyecto.
- Se trata de un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos una rentabilidad razonable para los inversores beneficiarios de los Certificados de Participación, tal como para varios escenarios fuera analizado por CARE, sensibilizando el plan de negocios original. Es un negocio de renta variable apalancado en un crédito gestionado por UTE, para cofinanciar con los beneficiarios de los CPs, todo el Parque.

- La empresa Nordex que instaló y supervisará el funcionamiento de los aerogeneradores es de primer nivel y reconocida en esta materia.
- El gestor es UTE, que a la vez es fideicomitente, gestor del crédito, de los contratos, compra la energía a precio pre establecido a través de un contrato PPA (Power Purchase Agreement), gestionó permisos, verificó los avances de obra, verificó 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.
- Desde el punto de vista económico, la ejecución del contrato de construcción llave en mano se desarrolló de acuerdo a las previsiones presupuestales iniciales, presentando mínimas desviaciones que fueron cubiertas por la contingencia prevista en el proyecto.
- Con respecto al financiamiento de largo plazo, se aplicó una estructura financiera que consistió en un 30% del monto de la inversión con fondos derivados de la integración realizada por inversores en virtud de la adquisición de certificados de participación, adjudicados en diciembre de 2015 mediante oferta pública en el mercado de capitales y el restante 70% proveniente de un préstamo de largo plazo obtenido de KfW (Banco de desarrollo Alemán), el cual fue desembolsado en su totalidad en mayo de 2017.
- 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. En este sentido se destaca la concreción de proyectos análogos a este, como ser el Parque Eólico Arias y el Parque Eólico Valentines.
- En cuanto a las políticas públicas, independientemente de cualquier orientación partidaria, las evidencias son claras en cuanto a su mantenimiento. Por otra parte existen indicios para el crecimiento del consumo de energía que aseguran la pertinencia de este tipo de emprendimientos.

I. INTRODUCCIÓN

Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, una expectativa de rentabilidad aceptable. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (T.I.R) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, o de sus respectivas sensibilizaciones o de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva la nota sigue, entre otros criterios, el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y de generación de energía que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación. 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 el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contó para su calificación original, con los servicios del estudio jurídico Herrera Profesionales Asociados, cuyo informe y complementos se adjuntaron a la calificación original.

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

Antecedentes generales y hechos salientes del período

a) Antecedentes generales

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

UTE es el responsable por la gestión del Proyecto hasta la disolución del Fideicomiso, el cual tendrá un plazo de 20 años, similar al contrato PPA. El parque se ubica en los alrededores de Estación Pampa, a la altura del kilómetro 320 de la Ruta Nacional N°5. En esa localidad UTE posee una medición de viento de más de 5 años de duración, con resultados favorables para el aprovechamiento eólico.

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de un contratista bajo la modalidad llave en mano. Durante el mes de Mayo de 2013 se realizó una convocatoria a la cual se invitó a 11 fabricantes mundiales con reconocida trayectoria en este tipo de emprendimientos. En Agosto de 2013 se recibieron 8 ofertas, las cuales fueron evaluadas en forma detallada por los equipos técnicos y analistas financieros de UTE. Finalmente, en Diciembre de 2013 se seleccionó a Nordex SE, una empresa alemana líder mundial en construcción y operación de parques eólicos, y con una presencia destacada en el mercado nacional. De acuerdo a los requerimientos del proceso de selección, los contratistas presentaron ofertas indicativas de financiamiento de largo plazo, las que fueron un elemento importante en la evaluación de los distintos candidatos. En el caso de Nordex, la oferta de financiamiento fue presentada por el banco estatal KfW, conjuntamente con una cobertura de riesgos suministrada por Hermes, una agencia estatal alemana con foco en la promoción de exportaciones.

El 13 de marzo de 2015 se procedió a dar la Notificación de Comienzo de Suministro, entrando en vigor las obligaciones contractuales entre ambas partes, y el 29 de junio de 2015 Nordex comenzó efectivamente la construcción del parque.

El 13 de diciembre de 2016 el parque obtuvo el Acta de Habilitación Parcial de 29 aerogeneradores lo que permitió al FF Pampa a facturar energía generada por esos molinos al 100% del precio pactado. El 6 de febrero de 2017 se obtuvo en Acta de Habilitación Final lo que habilitó al Fideicomiso a facturar la totalidad de la energía disponible al 100% del precio acordado (2017: USD 65,67 por MWh). Desde esa fecha comienzan a computarse los 20 años del contrato de compraventa de energía firmado entre la UTE y el FF Pampa. Previo a esas habilitaciones la energía generada se facturaba al 80% del precio acordado.

El Proyecto está compuesto por 59 aerogeneradores, de 2.4 MW de potencia unitaria, totalizando 141.6 MW. El factor de capacidad aportado por el proveedor para ese modelo de aerogenerador, y con el layout ofertado fue de 47.5%. Dicho factor fue revisado por los especialistas de UTE considerando los resultados de la auditoría de viento realizada y una adecuación del layout a los terrenos en función de las negociaciones con los propietarios de dichos

predios, obteniéndose un factor de capacidad ajustado de 44.35%, factor con el cual se lleva a cabo la presente evaluación. Este factor fue aceptado por el proveedor de los molinos. La generación estimada es de 550 GWh/año. El costo total del Proyecto se estimó en U\$S 323 millones, que se financió en un 70% con cargo a un crédito internacional de largo plazo, y el resto fue aportado por la emisión de los certificados de participación (CPs) del Fideicomiso.

La ejecución financiera global del proyecto se desarrolló dentro del presupuesto establecido, presentando algunos sobrecostos en determinados conceptos que se compensaron con otros ítems cuya ejecución fue menor a la prevista. Los sobrecostos incurridos fueron cubiertos por el monto asignado para la contingencia y por penalidades aplicadas a la contratista de acuerdo a lo establecido en el contrato de construcción llave en mano, en virtud del atraso en la construcción que provocó la generación de esos costos adicionales. De esta forma el flujo del proyecto ha quedado compensado.

Se presenta a continuación en el cuadro 1 un resumen de fuentes y usos de fondos de la construcción del parque.

Cuadro 1: Fuentes y usos de fondos (mills USD)

Fuentes	
Monto desembolsado KFW	223,90
Monto capital aportado	97,00
Penalidades Nordex	12,70
Total Fuentes	333,60
Usos	
Pagos realizados	316,51
Total Pagos	316,52
Saldo	17,08

Fuente: UTE

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

b) Hechos salientes del período

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

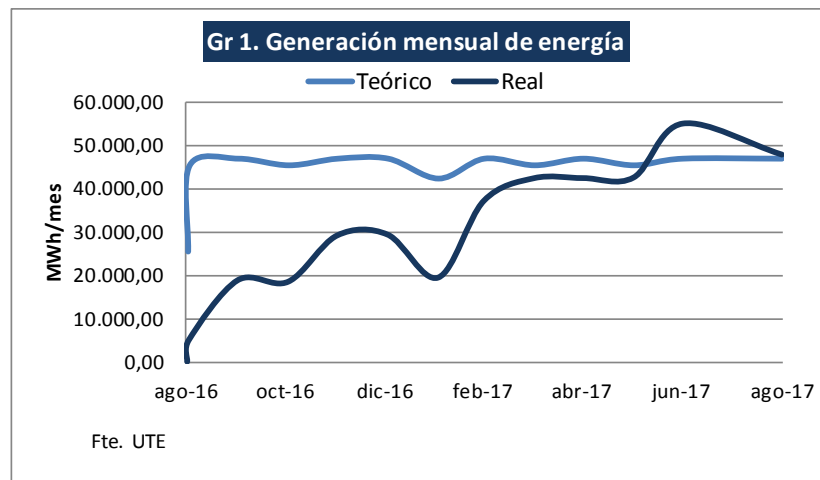
- Calificación original de CARE realizada en setiembre de 2014; notas complementarias ante las sucesivas modificaciones al Contrato de Fideicomiso y actualizaciones posteriores.
- Calificaciones realizadas por CARE a operaciones similares (Parque Eólico Arias y Parque Eólico Valentines)
- Informes de avance al 30/6/2017 elaborado por el Gestor (UTE).
- Información de generación y facturación, suministrado por UTE.

- e) Estados financieros intermedios del fideicomiso al 30/6/17 ¹
- f) EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/6/17
- g) EE.CC de UTE auditados al 31/12/16

A la fecha se observa lo siguiente:

- La empresa contratista cumplió razonablemente con el contrato llave en mano. El 31 de marzo de 2017 se emitió el certificado de Recepción Provisional del Suministro, lo que determinó el inicio de la etapa de operación y mantenimiento del parque. Se ha dado por concluida la fase de construcción, habiéndose acordado con la empresa constructora un listado de tareas pendientes, las cuales al 30 de junio de 2017 ya se había cumplido en un 40%. A partir de la fecha de emisión del certificado de Recepción Provisional del Suministro entró en vigencia el Contrato de Garantía, Operación y Mantenimiento del parque que está a cargo de Nordex USA Inc a través de Nordex Energy Uruguay SA.
- La Recepción Provisional se realizó en una fecha posterior a la acordada en el contrato con la empresa contratista, por lo que fue necesario aplicarle penalidades a Nordex por el atraso, las que ascendieron a la suma de 12:7 millones de dólares, lo que le permitirá al Fideicomiso compensar el desfase en los flujos financieros producto de la tardía puesta en funcionamiento. Esa penalidad ya fue retenida por el FF Pampa, ya fue negociada y acordada con Nordex, y ha sido incluida en el documento de Acuerdo Final de la etapa de construcción.
- Con relación a la generación de energía, a la fecha se puede constatar que luego de un período de ajuste y puesta en funcionamiento de los aerogeneradores en donde la generación real fue menor a la esperada, en los últimos meses esas diferencias se han minimizado. En la siguiente gráfica puede observarse que a partir de abril de 2017 las diferencias entre la generación real y la esperada se han reducido a niveles mínimos e incluso en algunos meses la real ha superado a la esperada.

¹. Informe elaborado por Deloitte.



- De cualquier manera, será necesario completar un mayor período de funcionamiento pleno del parque a los efectos de conocer si la generación prevista (estimada sobre la base de un factor de planta de 44,35%), se verifica finalmente.
- La grafica 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 los establece el decreto 59/015 y el contrato de compraventa de energía firmado con UTE. A tales efectos la liquidación de este concepto es realizado por la Administración del Mercado Eléctrico (ADME) en base a un modelo diseñado considerando los comportamientos históricos de los aerogeneradores y el viento existente.
- Hasta la fecha, el parque no ha distribuido utilidades entre los tenedores de los Certificados de Participación, lo que sí está previsto para el mes de abril de 2018.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública y privada certificados de participación Serie A y Serie B respectivamente, en el dominio fiduciario del "FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA".

1. Descripción general

Denominación: "FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA".

Fiduciario: República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)

Operador: Nordex SE

Gestor: UTE

Entidad

Representante: Bolsa de Valores de Montevideo.

Títulos a

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

Bienes

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

Importe de

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

Calificación de Riesgo de los certificados de participación A:

AA (uy)

Calificación de Riesgo de los certificados de participación B:

A (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico fue incluido como anexo en la calificación original. El mismo procuraba descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. Nada de esto ha variado por lo que se considera innecesario reiterar acá in totum y sólo se recuerda su conclusión final:

“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se aprecia un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado.”

Por las características de esta calificación, el informe jurídico cobra singular relevancia, dado por ejemplo la cantidad de contratos que han debido analizarse, temas de derecho público tanto como privado, etc.

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

a. Fiduciaria

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

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

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

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

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

Fuente: EE.CC RAFISA

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

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

Fuente: EE.CC RAFISA

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

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

b. Operador, constructor

La empresa proveedora y constructora del parque fue Nordex, una firma de origen danés con sede central en Alemania, de reconocida reputación en el sector.

Según se ha informado, la construcción del parque ya ha culminado y se encuentra operativo. Restan algunas tareas de finalización de obra y la supervisión de funcionamiento (por los próximos 10 años) a la que Nordex se comprometió por contrato. Por otra parte, la penalización aplicada a la firma en virtud de la aplicación de cláusulas contractuales fue aceptada y acordada.

De acuerdo a lo anterior, CARE considera que la firma NORDEX ha cumplido con la etapa del contrato que podía generar algún riesgo. El riesgo de la eventualidad de incumplimiento en la tarea de supervisión es sensiblemente menor. Se recuerda por otra parte que Nordex ha cumplido, tal cual se estipulaba en el contrato, con las garantías de fiel cumplimiento del mismo al haber entregado U\$S 41.644.000 mediante avales bancarios.

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

c. UTE, gestor.

La UTE tuvo y tiene un rol clave en esta operación. No solamente en el diseño de la misma, que fue concebida como un paso más en la política que el ente viene llevando adelante desde hace años, sino por el papel directo que desempeña en su ejecución y como garante.

Es el **gestor**, lo que implica que, por contrato, asiste al fiduciario en todos los aspectos operativos del parque eólico. En particular se encarga de: monitoreo de la construcción del parque; gestión de los permisos regulatorios; gestión de las pólizas de seguros; gestión del financiamiento a largo plazo; gestión de la operativa del parque por los 20 años que dura el fideicomiso.

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

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

Se comprometió a **rescatar** los CP's Serie A en caso que hubiera que liquidar el fideicomiso por no contar con el financiamiento a largo plazo (esta contingencia no ocurrió) o, incluso, a rescatarlos durante su vigencia a solicitud de los beneficiarios, opción que tendrán una vez al año. En ambos casos, se le asegura a los mismos un rendimiento de 4% anual.

Finalmente, es **beneficiario** de los CP's Serie B, comprometiéndose a integrar anticipadamente por un valor de hasta U\$S 20.000.000 canjeables por aquellos. La integración efectiva realizada en setiembre de 2015 fue de U\$S 19.4 millones.

De todas las obligaciones descriptas, asumidas en esta operación, persisten únicamente: la gestión operativa del parque por el período estipulado (20 años); la adquisición del 100 % de la energía producida al precio estipulado y, eventualmente, rescatar los CP's de la Serie A, en caso que sus actuales tenedores así lo deseen con las limitaciones estipuladas

Interesa entonces analizar su capacidad en tres dimensiones: jurídica, técnica y económico financiera. La capacidad jurídica y técnica de la UTE fue demostrada en ocasión de la calificación original por lo que se considera innecesario reiterar acá; en esta sección se hará solamente el seguimiento de su evolución económico financiera en tanto responsable del contrato de compra de toda la energía producida por el parque.

Capacidad económica y financiera

La UTE tiene participación en otras empresas (de dimensiones económicas marginales, al menos por ahora) lo que lleva que sus EE.CC se presenten individualmente y en forma consolidada.

En los cuadros subsiguientes se exponen los estados de situación patrimonial y el de resultados por los tres últimos ejercicios, en ambos casos, consolidados.

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

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

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

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

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

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

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

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

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

d. El Fideicomiso

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

Más allá de la fecha de su constitución, en los hechos su actividad comenzó en marzo de 2015 cuando se emitieron los CP's Serie A por U\$S 15 millones los que fueron integrados en forma inmediata. También en marzo de 2015 se emitió la Serie B por U\$S 82 millones cuya integración se produjo en dos etapas: el compromiso asumido por UTE por U\$S 19.4 millones fue integrado de inmediato, mientras que el saldo por U\$S 62.6 millones fue integrado en forma diferida en setiembre de 2015.

En el mes de junio de 2015 comenzó la obra cuyo costo generó una obligación de pago al proveedor por parte del FF de U\$S 270.940.000 y \$ 31.500.000. Esta etapa ya concluyó, incluso el acuerdo de la penalidad por demoras en la entrega del parque por parte del proveedor, lo que ocurrió en fecha posterior al cierre de junio del corriente año por lo que el mismo no se refleja en dichos estados contables.

A continuación se informa el estado de situación del FF según surge de los EE.CC intermedios del mismo al 30/6/17.

Cuadro 6: Fideicomiso Estado de Situación			
(miles u\$s)	30/6/17	31/12/16	31/12/15
Activo	335.280	305.210	182.222
Activo Corriente	58.969	26.084	35.371
Activo no Corriente	276.311	279.126	146.852
Pasivo	235.648	207.768	87.532
Pasivo Corriente	45.390	90.231	53.039
Pasivo no Corriente	190.258	117.537	34.493
Patrimonio	99.633	97.441	94.690
Pasivo y Patrimonio	335.280	305.210	182.222
Razon Corriente	1,30	0,29	0,67

Fuente: EE.CC FF PAMPA

El patrimonio refleja esencialmente los CP's y el activo no corriente el monto de la obra ejecutada.

El monto del crédito bancario con KFW es de USD 223.703.903 que se amortizará en 30 cuotas iguales y consecutivas de USD 7.456.797 y ya venció la primera de ellas el 31/3/17 estimándose que la última cuota vencerá el 30/9/29. La tasa de interés nominal aplicable es del 3,53 % anual.

En el cuadro siguiente se informan los resultados obtenidos hasta ahora por parte del FF en el primer semestre del corriente año y su comparativo con el mismo período del año anterior.

Cuadro 7: Fideicomiso Estado de Resultados		
(miles u\$s)	30/6/17	30/6/16
Ingresos Operativos	14.037	-
Costo de ventas	(8.473)	-
Margen Bruto	5.565	-
Gastos de Administración	(153)	(92)
Resultado Operativo	5.412	(92)
Resultados Financieros	(5.193)	400
Resultados antes de impuestos	219	308
IRAE	1.973	442
Resultado del período	2.192	750

Fuente: EE.CC FF PAMPA

Como ya se ha informado, el parque comenzó a generar energía, parcialmente, recién a partir de setiembre de 2016 por lo que los ingresos operativos registrados en el ejercicio cerrado a diciembre del año pasado no son representativos. Como se establece en otra sección de este informe ya en el presente año el parque comienza a generar energía a full aunque en el primer semestre aún muy por debajo de lo esperado por las razones que allí se explican.

En consecuencia, si bien ninguna conclusión se puede sacar, todavía, ya el cierre al 30/6/17, como lo demuestra el cuadro precedente, registra ingresos operativos de cierta magnitud y resultados operativos positivos. Como se informa en la sección correspondiente, los últimos meses medidos luego del cierre de este período arrojó producciones acordes a lo estimado.

Riesgos considerados

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

Riesgo administración, determinado por la actuación de los tres agentes principales involucrados con el proyecto a saber: el operador (Nordex S.E.); el gestor de todo el proyecto – UTE- incluyendo todos los permisos necesarios así como el contralor de la ejecución; y el fiduciario del fideicomiso financiero, República AFISA. Considerando la particular idoneidad demostrada por los tres agentes, su nivel de compromiso y profesionalidad para cumplir con la función prevista en el prospecto y los contratos respectivos; considerando además, que se ha creado una estructura administrativa y de controles para coordinar la actuación de los tres agentes y que la obra está prácticamente concluida, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administración con las responsabilidades del proyecto es muy bajo. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo constructivo, no corresponde al haber concluido la obra.

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El análisis del flujo futuro de fondos depende esencialmente de dos circunstancias; la primera de ellas podría ser una modificación del precio de los bienes comercializados, lo que en este caso no aplica por la forma de venta de la energía producida. El otro cambio podría ser derivado de la cantidad física de energía provista, que tampoco hay razón alguna para cambiar, hasta tanto el parque se encuentre generando energía durante un tiempo mínimo que permita sacar conclusiones.

Sin embargo, como ya fuera expuesto, la fecha de inicio de la puesta en funcionamiento del parque tuvo un leve retraso y también se pudo constatar que en los primeros meses de operación la generación estuvo por debajo del promedio mensual lineal esperado, como consecuencia de los ajustes de operación y a que los meses del verano son los de menor viento en el año. Como ya se comentó, a partir de abril la generación de energía se alineó a lo esperado e incluso en los meses de julio y agosto estuvo por encima.

Interesa por lo tanto analizar si estos desfasajes pudieron haber tenido efectos negativos sobre los ingresos del parque y sobre su rentabilidad futura. En el siguiente cuadro se presenta la evolución de la facturación esperada y la real (esta última incluye también las facturas correspondientes a las restricciones operativas).

Cuadro 8.- Fact. Prevista y real de energía eléct.de Pampa

Mes producción	Dólares		
	Teórico	Real	Diferencia
ago-16	1.695.680		(1.695.680)
set-16	2.992.376	264.610	(2.727.766)
oct-16	3.092.122	994.750	(2.097.371)
nov-16	2.992.376	976.672	(2.015.704)
dic-16	3.092.122	1.654.552	(1.437.570)
ene-17	3.068.293	1.711.105	(1.357.188)
feb-17	2.771.361	1.247.141	(1.524.220)
mar-17	3.068.293	2.434.973	(633.320)
abr-17	2.969.316	2.779.679	(189.637)
may-17	3.068.293	2.780.114	(288.179)
jun-17	2.969.316	2.789.544	(179.772)
jul-17	3.068.293	3.605.154	536.861
ago-17	3.068.293	3.183.668	115.375
Total	37.916.133	24.421.963	(13.494.170)

Fuente: UTE

Esta menor facturación real respecto de la proyectada es compensada en gran medida por las penalidades que se aplican a Nordex, que como ya fuera expuesto son de 12,7 millones de dólares. El desvío, corregido por las penalidades es de apenas un 2% por lo que se entendió que no se justificaría modificar en esta oportunidad el modelo financiero ni los criterios utilizados en el análisis de la calificación anterior.

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

El Proyecto plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor de 11,5 % en el escenario de base. A este respecto y del análisis de los supuestos introducidos en el mismo vale la pena indicar que resultan razonables en opinión de CARE y de los técnicos consultados.

No obstante lo anterior, CARE realizó un análisis de sensibilidad del proyecto con el objetivo de estudiar el efecto de las variables más relevantes del modelo de negocio en el desempeño del mismo.

Como se mencionara, dada la especificidad de los contratos involucrados en la operación y las salvaguardas introducidas en el mismo, la variable más relevante para el resultado del proyecto es el factor de capacidad de los aerogeneradores del parque.

1.1. Análisis de sensibilidad

Si bien ya se encuentra operativo el parque y produciendo energía con la totalidad de los aerogeneradores, aún la información generada no es suficiente como para modificar los criterios utilizados en las sensibilizaciones, por lo que el análisis que se realizó en la calificación original sigue totalmente vigente.

A los efectos de sensibilizar el flujo de fondos del supusieron dos escenarios. En ambos la variable exógena que se sensibilizó fue el factor de capacidad del proyecto, esto es el nivel de aprovechamiento efectivo de los equipos de generación instalados respecto de su potencial.

Escenario 1

En este caso se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis. Se supuso en este caso que el factor de capacidad del proyecto 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%².

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

Generación	Fact. Cap	TIR
máxima	49,0%	14,4%
media	42,5%	10,5%
mínima	30,5%	2,7%

Fuente: CARE

La TIR esperada para el inversor en CPs alcanzaría el 10,5% con un valor mínimo de 2,7% y un valor máximo de 14,4%. 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.

². Este rango procede de estudios técnicos para Uruguay que obran en poder de CARE.

Escenario 2.

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

Cuadro 10: Factor de capacidad mínimo s/escenario 2

Escenario 2	factor capac
TIR inversor = 0	27,4%
al menos se pague crédito	19,4%

Fuente: CARE

Para el caso de que solamente se cubran los costos operativos y el servicio de deuda, el parque operaría con un factor de capacidad del 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 cubrir costos, remunerar el crédito y alcanzar una TIR de 0, el factor de capacidad necesario sería aproximadamente de 27.4 %, también por debajo del promedio nacional con otra tecnología³.

En resumen, el proyecto presenta una sólida expectativa de alcanzar tasas de retorno del inversor con un rango de valores esperados que se sitúan entre 2% y 15%; con una probabilidad del 90% de que se alcance un retorno para el inversor superior al 6%.

1.2 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC⁴) es una tasa de descuento que mide el costo de capital utilizado para invertir en el proyecto y se define como la media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos (como la deuda); el valor así obtenido es la tasa de descuento que se emplea para descontar el flujo de fondos del proyecto. En este caso el costo de la deuda sería la tasa de interés correspondiente a la operación del crédito de largo plazo, mientras que el de los recursos propios es el costo de oportunidad de los inversionistas. A continuación, se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto.

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

Donde:

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

E: Capital propio (CPs)

D: Deuda (crédito de largo plazo)

Rd: tasa de interés de la deuda (el prospecto supone un 7,26%)

t: tasa de impuesto corporativo

³ Pérez Benech, Daniel y Cataldo José: "Analysis of the uruguayan large scale wind energy generation an its energetic....."

⁴ Weighted Average Cost of Capital

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios ($E(r_i)$); para ello, se utilizó el modelo de valoración CAPM⁵ (Capital Asset Pricing Model), el cual tiene en cuenta la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta (β), así como también la rentabilidad esperada del mercado y la rentabilidad esperada de un activo teóricamente libre de riesgo. A los efectos de considerar los riesgos sistémicos se utilizaron los “betas” de Damodaran⁶. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Dónde:

$E(r_i)$:	Tasa de retorno esperada del capital
r_f :	Tasa libre de riesgo
β_{im} :	Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado
$(E(r_m) - r_f)$:	Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.
Er_p :	Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado ⁷

Para definir la tasa libre de riesgo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta demasiado exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,76%.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos “anómalos” cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo. Si se consideran los datos de este indicador para el promedio de los últimos 15, 10, ó 5 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores.

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

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

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

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

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los niveles de riesgo actuales⁸, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. De cualquier manera entre los numerosos valores posibles, se tomaron aquellos que responden a un criterio conservador, lo que implica una tasa de descuento exigente.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,14%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para el proyecto en el modelo original (11,5%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

Finalmente, si consideramos esta tasa junto a la del costo del crédito y las participaciones de ambas fuentes de financiamiento, la tasa de descuento (WACC) aplicable a este proyecto sería de 6,92%, sensiblemente inferior a la TIR del proyecto.

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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. El riesgo de generación de flujos para generar rentabilidad a los CP es bajo por la baja probabilidad 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 bajo*

Riesgo de descalce de monedas. El descalce de monedas es nulo debido a que los ingresos del proyecto y la mayor parte de sus compromisos están expresados en dólares. Los costos en moneda nacional representan una proporción menor del total. *Riesgo casi nulo*

En definitiva, el activo subyacente está en condiciones de cumplir los objetivos del proyecto.

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 generación de energía eólica; el de la continuidad de las decisiones de su principal ejecutor, la UTE; y el de su consistencia con consideraciones del riesgo contingente del Uruguay. Al final se harán consideraciones sobre otro aspecto de riesgo sistémico, el asociado al cambio técnico en la generación de energía eólica.

1. El riesgo político en la perspectiva de la política energética general

La política energética es una política de Estado que de hecho fue planteada en sus lineamientos estratégicos desde 2005, y ha sido recogida en un documento titulado "Política energética 2005 - 2030"⁹. Aprobada en sus lineamientos estratégicos por el Poder Ejecutivo en 2008, fue avalada por la Comisión Multipartidaria de Energía, conformada por los partidos políticos con representación parlamentaria en 2010. Su objetivo general señala: "Diversificación de la matriz energética, tanto de fuentes como de proveedores, procurando reducir costos, disminuir la dependencia del petróleo y buscando fomentar la participación de fuentes energéticas autóctonas, en particular las renovables." Describe asimismo una institucionalidad en la que destaca la cooperación público privada, y establece metas cuantificables destacando las referidas a la energía eólica.

En línea con lo anterior, 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 está generando energía y también en sus etapas finales de ajuste. Por otra parte existe un tercer emprendimiento, en este caso una sociedad anónima que ha emitido acciones preferidas, que explota otro parque eólico ya construido y operando en la localidad de Valentines.

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.

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

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

Más allá de la estabilidad económica del gestor, corresponde analizar la construcción y operación del Parque en su consistencia con la política institucional, y la capacidad de ejecutar en un plazo largo las obligaciones derivadas de su función.

Al analizar la información disponible destacan elementos de continuidad institucional, de preocupación por la mejora continua, de atención a aspectos de cultura empresarial internos, de consistencia con políticas energéticas de largo plazo, y de grado de compromiso con ellas. En este sentido llama la atención que cuando la empresa describe el comienzo de una nueva etapa en la historia de la gestión lo sitúa 27 años atrás señalando: “en 1987 inició un proyecto corporativo de Mejora de la Gestión en procura de un cambio cultural, sustentado en los pilares de “orientación al cliente”, “mejora de la rentabilidad” y afirmación de los principios de “calidad, pertenencia y responsabilidad”. (tomado del prospecto). Hay una evidente preocupación por la mejora de todos los procesos lo que se evidencia en las múltiples certificaciones logradas. También es notorio su impulso a la generación eólica, consistente asimismo con la política energética general. En este sentido desde 2010 UTE ha comenzado a desarrollar una estrategia de cambio de la matriz energética apuntando a la incorporación de energía proveniente de fuentes renovables. En particular, la política de generación eólica ha establecido diferentes líneas de acción: licitación para la instalación de parques eólicos por parte de empresas privadas a las cuales UTE les asegura la compra de la energía generada; instalación de parques propios; y otros proyectos a implementarse a través de diferentes vehículos con participación de UTE de hasta un 20% en el capital (300MW)¹⁰.

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

Cuadro 11. Energía Generada en GWh

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

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

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

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

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

*Aumento 2014/2000

Fte. Banco Mundial - Actualizado 10-2017-

A modo de ejemplo se presenta en el siguiente cuadro la evolución de las ventas de energía en el mercado interno, así como también la evolución del número de servicios activos, ambos indicadores muestran una tendencia creciente en los últimos años.

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

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

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

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

Cabe consignar además, que a pesar del cambio de gobierno y las discusiones sobre las diferentes visiones sobre el papel de los entes autónomos y su política de inversiones, 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 spot¹¹. 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

¹¹. El precio SPOT de la energía, es el costo que resulta para el Sistema Interconectado Nacional por despachar una unidad adicional de demanda, respetando los criterios de economía, seguridad y calidad vigentes. En la medida que este precio resulta de cerrar el balance entre la demanda (incremental) y los recursos de generación disponibles, es un valor que teóricamente puede cambiar hora a hora. Por otra parte, teniendo en cuenta que el parque de generación uruguayo es fuertemente hidráulico, y aún con insuficiente respaldo térmico, el precio SPOT tiene muy importantes variaciones: entre cero, por ejemplo cuando están "llenas" todas las represas y 250 U\$S/MWh, (en épocas de sequía extrema).

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la administración en sus tres agentes, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los certificados de participación Serie A recogen la calificación AA (uy) de la escala de nuestra metodología; y los certificados de participación Serie B la calificación A(uy) de nuestra metodología ¹².

Comité de Calificación

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

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



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez