

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE ACCIONES PREFERIDAS EMITIDAS POR AREAFLIN S.A. “PARQUE EOLICO VALENTINES”

Montevideo, agosto de 2016

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
12	II LA SOCIEDAD Y LAS ACCIONES
14	III LA ADMINISTRACION
28	IV EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
34	V EL ENTORNO
39	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS

Calificación de Riesgo de la futura emisión de acciones de Areaflin S.A

Montevideo, agosto 9, 2016

Emisor:	Areaflin S.A.
Títulos a Emitirse:	Emission de Acciones Preferidas de Oferta Publica. Representan el 80% del capital integrado y seran ofrecidas mediante oferta publica en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y en la Bolsa Electronica del Uruguay (BEVSA)
Importe:	Hasta 44 millones de dolares
Activo de Empresa:	Contrato PPA (Power Puchase Agreement) a 20 años para explotar el Parque Eolico Valentines de 35 aerogeneradores de 2,0 MV de potencia unitaria A (uy);
Calificación:	
Comité de Calificación:	Julio Preve , Martín Durán Martínez y Adrian Tamber
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Títulos Emitidos por Empresas
Vigencia de la Calificación:	Hasta el 30 de abril de 2017 ¹
Análisis de Contingencia Jurídica:	Dr. Leandro Rama



Resumen General

CARE ha calificado las acciones emitidas por Areafin S.A., Sociedad Anónima que se constituyó para proyección, construcción, administración, operación, mantenimiento y gestión comercial del “Parque Eólico Valentines”, con la calificación A (uy).

Esta calificación analiza el riesgo de los tenedores de las acciones de recuperar el capital invertido y alcanzar una adecuada rentabilidad, producto de la explotación de un parque eólico que se está terminando de construir en la localidad de Valentines.

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

La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros.²

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

- Areafin S.A., -que hasta la fecha es propiedad de UTE en el 100% de las acciones-, suscribió como Generador un contrato de compraventa de energía eléctrica con dicho Ente.
- Una opción de inversión en acciones preferidas que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe elaborado por el asesor de CARE en la presente calificación, el Dr. Leandro Rama Sierra que se adjunta. (Anexo I).
- Debe destacarse que la construcción del parque eólico se encuentra –al momento de la realización de esta calificación- en una etapa muy avanzada³ y se está realizando a través de un contrato llave en mano con una empresa de primer nivel (GAMESA EÓLICA SL y GAMESA URUGUAY S.R.L.) 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 la ejecución y puesta en marcha del Proyecto.
- El parque eólico demandará una inversión del orden de los 170 millones de dólares y será financiado en un 70% a través de un endeudamiento bancario que como se demostrará más adelante constituye un apalancamiento positivo para el proyecto, y el 30 % con el capital integrado por los tenedores de las acciones. El 80% del capital integrado serán de Acciones Preferidas (inversores privados) y el 20% las Acciones Ordinarias (UTE).

¹ La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE.

² CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe pudiera hacerse 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.

³ A la fecha de elaboración de este documento el nivel de avance informado por UTE es de aproximadamente el 68%.

- UTE es gestor del crédito, 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 las Acciones.
- El aporte económico de la UTE a la sociedad por las acciones ordinarias de su propiedad representa una cifra menor respecto de su facturación y de su patrimonio. El contrato de compraventa de energía ("PPA") tiene un plazo original de 20 años y el precio está fijado en dólares estadounidenses. El precio pactado es de 68,43 USD/MWh a enero de 2015, indexado por la inflación de EE.UU. (PPI) y al IPPN (inflación mayorista) en Uruguay corregido por el tipo de cambio.
- UTE garantiza el aporte adicional de hasta 8 millones de dólares para cubrir eventuales sobrecostos del proyecto y también el anticipo de pagos por energía a partir del mes 25 en el caso de que se demore la puesta en funcionamiento antes del mes 24.
- El operador, es decir, 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 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 nacionales e internacionales 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.
- 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. Según las estimaciones y proyecciones realizadas en el modelo de negocios y en las planillas adjuntas al Prospecto de emisión, la tasa de retorno para el inversor de acciones preferidas sería del entorno del 12,5%. (según el prospecto).
- Un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos una rentabilidad razonable para los inversores tenedores de las acciones preferidas, tal como fuera analizado por CARE para varios escenarios adversos, sensibilizando el Plan de Negocios original. Se trata de un negocio de renta variable gestionado por UTE y apalancado a través de un crédito de largo plazo, para cofinanciar con los tenedores de acciones.
- Existen disposiciones de gobierno corporativo que establecen un adecuado equilibrio entre la administración y la representación de los accionistas

- 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.
- Asimismo el proyecto cuenta con el antecedente de dos emprendimientos de similares características aunque bajo la forma de Fideicomisos Financieros, los cuales fueron emitidos en forma exitosa en el año 2015 (Fideicomiso Financiero Pampa y Fideicomiso Financiero Arias).
- Si bien la Sociedad tiene un plazo de 100 años, todos los contratos relacionados al emprendimiento eólico Valentines están realizados a 20 años, siendo una posibilidad probable el desmonte de los molinos, lo cual está previsto en el flujo de fondos del proyecto y en varios de los contratos. Si se desmonta o no el parque al final de la vida útil de los molinos dependerá de decisiones que se tomen en su momento; si les restara vida útil o existiera un valor residual la rentabilidad podría incluso mejorar. Lo que importa si tener en cuenta es que durante ese período considerado el Parque muy probablemente habrá cancelado con su flujo (energía vendida durante los 20 años del PPA), el financiamiento a largo plazo, todos los gastos asociados y los dividendos a los accionistas.
- En cuanto a las políticas públicas, independientemente de cualquier orientación partidaria, las evidencias son claras en cuanto a su mantenimiento. En particular porque en tiempos de restricción presupuestaria, el financiamiento de inversiones a partir de recursos privados y del mercado de capitales, resulta particularmente adecuado. Por otra parte, existen indicios para el crecimiento del consumo de energía, que aseguran la pertinencia de este tipo de emprendimientos, tanto a nivel del país como en comparación con otras naciones (véase análisis de entorno, Sección V).

i. Introducción

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar las Acciones Preferidas emitidas por Areafin S.A. la cual se encuentra construyendo el Parque Eólico Valentines.

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 de la empresa que emite las acciones, 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 y la recuperación del capital invertido. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (T.I.R) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE consideradas razonables para el proyecto en esta primera calificación, 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 de generación de energía que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación.

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.⁴ 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, el Ing. Adrián Tamber y por el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contó con los servicios jurídicos del Dr. Leandro Rama Sienra, cuyo informe se adjunta (Anexo I).

⁴ En este caso se trata del Manual de calificación de Títulos Emitidos por Empresas

Esta calificación, se actualizará al 30 de abril de cada año en consideración de la normativa vigente. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. Al comienzo del proyecto 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 periódicos previstos. El emisor deberá proporcionar 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 la autorización ambiental previa requerida por el Decreto 349/005⁵. Asimismo, ha presentado el proyecto ante los diversos organismos competentes, a saber MIEM (Ministerio de Industria, Energía y Minería), DINACIA (Dirección de infraestructura Civil y Aeronáutica e intendencias Departamentales de Florida y Treinta y Tres; dichos organismos han otorgado al proyecto los permisos correspondientes.

El proyecto fue declarado promovido por el Poder Ejecutivo, mediante decreto 194/2016 de 4 de mayo de 2016 en el marco de la Ley 16.906, habiendo obtenido por lo tanto los beneficios establecidos por la Ley de Inversiones para este tipo de proyectos.

Antecedentes generales

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

El Proyecto consiste en la construcción y operación de una central de generación eólica de aproximadamente 70 MW, 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 según los cálculos a US\$170 millones aproximadamente (según modelo de negocios presentado en las planillas adjuntas al prospecto).

Se prevé que la inversión sea financiada en un 70% a través de un endeudamiento bancario de largo plazo y el 30% a través de Acciones Preferidas y Ordinarias. Las Acciones Ordinarias (representativas del 20% del capital integrado) serán integradas por UTE, mientras que las Acciones Preferidas (representativas de hasta el 80% del capital integrado) serán las ofrecidas mediante oferta pública en el mercado de valores.

⁵Por resolución de la DINAMA – MVOTMA N° 523/2015 del 14 de mayo de 2015, se concedió la Autorización Ambiental Previa a la UTE para el proyecto de instalación del Parque Eólico Valentines, compuesto por 35 aerogeneradores y con una potencia total de 70 MW.

Asimismo, debe tenerse presente que con anterioridad a la fecha de la emisión, la Sociedad ha tomado préstamos por la suma de USD 109 millones, este financiamiento puente fue otorgado por el Banco ITAU, el Banco Santander y el BBVA, el que será repagado por la Sociedad con el obtenido del Financiamiento de largo plazo. Esto permitió que el Parque ya haya comenzado a construirse y hoy se encuentra en una etapa avanzada de la obra (aproximadamente un 68%).

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 corto y de largo plazo del Proyecto. Si bien en este caso el 80% de las acciones de la sociedad estará en mano de inversores la gestión operativa del emprendimiento estará a cargo de la UTE durante los 20 años que durará la inversión, plazo similar al de contrato PPA.

El parque se está construyendo en los padrones N° 2.160, 2.163, 2.875, 3.901, 4.976, 4.977, 4.990, 6.649, 6.620, 6.721, 6.722, 6.723, 7.811, 8.003, 8.396, 8.397, 9.418 y 9.419 de la antes 6ta Sección Judicial del departamento de Treinta y Tres y en los padrones N° 1.890, 5.356, 5.690, 9.662, 9.665, 18.025, 18.026, 18.028 y 18.029 de la antes 4ta sección judicial del departamento de Florida. En esa localidad UTE posee una medición de viento de más de 5 años, con resultados altamente favorables para el aprovechamiento eólico. Dichas mediciones fueron revisadas por consultores internacionales independientes, quienes estimaron en base a ellas el recurso eólico potencial del proyecto (expresado en factores de utilización a largo plazo). De estas estimaciones se tomó como base la proyectada por DNV-GH que resultó en un factor de utilización de 50,79%.

Con fecha de 10 de setiembre de 2014, la Sociedad celebró un contrato de Construcción Llave en Mano con Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL que comprende las siguientes tareas: A) elaboración del proyecto de ingeniería, B) suministro de 35 aerogeneradores modelo G114 de 2,0 M cada uno, C) transporte y descarga de equipos en sitio que incluye gestión logística y permisos para la importación y transporte de todos los componentes del parque, D) montaje y puesta en marcha de los aerogeneradores, E) obra civil necesaria incluyendo caminería, cimentaciones, instalación eléctrica, etc., F) diseño e instalación del sistema de control y monitoreo y la restitución medioambiental del sitio, G) suministro de todos los consumibles necesarios y los repuestos, a precios y plazos razonables, durante la vida útil del parque (20 años).

En la misma fecha, la Sociedad también celebró un contrato de operación y mantenimiento con Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL con el objetivo de garantizar durante el período de vigencia (15 años), el diseño y construcción del suministro, operación y mantenimiento de la central generadora, incluyendo reparaciones y limpieza de todas las instalaciones y sus componentes.

Como garantía adicional, UTE se compromete a efectuar contribuciones en efectivo adicionales en caso de que sean necesarias para cubrir eventuales sobrecostos del proyecto hasta un límite de USD 8.000.000 (ocho millones de dólares), así como también a anticipar el pago de la energía que se debería haber generado para un escenario de recurso eólico esperado, a partir del mes 25, en el caso de que el proyecto no se encuentre terminado dentro de un plazo de 24 meses desde la fecha de inicio del contrato de construcción llave en mano.

El factor de capacidad aportado por el proveedor para ese modelo de aerogenerador y con el layout ofertado, fue de 50,79%. Por su parte, la evaluación energética realizada por la consultora independiente GL Garrard Hassan Ibérica S.L. le asigna un factor de capacidad en P%= el factor de capacidad es de 50,79 lo que da una producción anual esperada de 311447 MWh/año.

El costo total del Proyecto se estima en USD171,1 millones, que se financiará aproximadamente en un 70% con cargo a un crédito internacional de largo plazo (USD 119.911.380), y el restante 30% (USD 51.300.000) serán capital, de donde el 20% será una inversión de capital de UTE (acciones ordinarias) y para obtener el 80% restante (USD 41.000.000) se realiza una emisión de acciones de oferta pública en el mercado de valores (acciones preferidas).

El financiamiento de largo plazo será con Inter-American Investment Corporation (IIC) y China Co-financing Fund for Latin America and the Caribbean (China Fund). Estas instituciones aportarán la suma de USD 119.911.390, siendo el contrato de préstamo a 18 años de plazo.

A la fecha de la emisión probablemente no esté cerrada totalmente la operación de crédito cuyo éxito sin embargo no estaría condicionando todo el proyecto, ya que se han realizado avances muy importantes en la construcción del parque a través de aportes de la UTE y por la utilización por parte de la Sociedad de un crédito puente por un total de USD 109, el que será repagado por la Sociedad con lo obtenido del financiamiento de largo plazo. Si el crédito de largo plazo finalmente fuera planteado a la Sociedad en condiciones significativamente diferentes al Plan de Negocios original, CARE se reserva el derecho de rever la calificación.

El préstamo puente tiene las siguientes características:

Banco ITAU: monto de 9 millones de dólares estadounidenses, a un año con vencimiento en diciembre de 2016. La garantía es de UTE y está documentado con un vale.

1. Banco BBVA: monto de 23 millones de dólares estadounidenses (en tres desembolsos), a un año con vencimiento el 5 de febrero de 2017. La garantía es de UTE y está documentado con vales.
2. Banco Santander/ITAU: monto de 77 millones de dólares estadounidenses, a un año desde el primer desembolso con vencimiento en febrero de 2017.

La garantía es de UTE y está documentado con vales.

Información analizada:

La información analizada fue la siguiente :⁶

- a) Prospecto informativo.
- b) Contrato de Gestión de UTE.
- c) Documento de Emisión
- d) Contrato de Entidad Representante
- e) Contrato de Entidad Registrante
- f) Modelo económico/financiero del Proyecto.
- g) Contrato PPA de venta de energía a UTE.
- h) Contrato con el Operador.
- i) Contrato de préstamo de largo plazo.
- j) Contrato de construcción llave en mano con GAMESA.
- k) Contrato de operación y mantenimiento con GAMESA.
- l) Contratos de arrendamiento de campo.
- m) Intervenciones del Tribunal de Cuentas.
- n) Estados contables de GAMESA, Areaflin SA y de UTE.
- o) Información bursátil de GAMESA.
- p) Entrevistas con expertos sectoriales, personal del gestor, estructurador financiero.

⁶ CARE aún debe recibir la documentación legal final a confeccionarse en la fecha de emisión y con posterioridad a la misma.

II. LA SOCIEDAD Y LAS ACCIONES

Por resolución de Asamblea Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad de fecha 12 de mayo de 2016 se aprobó por unanimidad el aumento de capital integrado de la sociedad por nuevos aportes por suscripción pública mediante la emisión de acciones escriturales preferidas de la sociedad por valor nominal de hasta pesos uruguayos equivalentes a USD 44.000.000 sin derecho a voto. A emitirse en una única serie (Serie B) de oferta pública en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y en la Bolsa Electrónica de Valores de Uruguay (BEVSA). Estas Acciones Preferidas representan hasta el 80% del capital integrado de la Sociedad.

La preferencia de las Acciones Preferidas Clase B consiste en: a) prioridad en el reembolso del capital en caso de liquidación; b) derecho a elección de un director titular miembro del directorio de la Sociedad. Asimismo, podrán percibir un dividendo ordinario anual en función de la disponibilidad libre de fondos paripassu con las Acciones Ordinarias.

El restante 20% del capital integrado de la Sociedad corresponde a las Acciones Ordinarias escriturales con derecho a un voto por acción. Estas son propiedad de UTE y no serán objeto de oferta pública en el Mercado de Valores.

1. Descripción general

Denominación: Areaflin SA "Parque Eólico Valentines"
Operador: GAMESA
Gestor: UTE
Entidad
Representante: Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos a emitirse: Acciones Preferidas
Activos: Contrato PPA (Power Purchase Agreement) a 20 años para explotar el Parque Eólico Valentines.

Importe de la emisión: Hasta USD 44.000.000 (dólares cuarenta y cuatro millones) en dos etapas:

i)Primera Etapa: se realizará durante un plazo máximo de 3 días hábiles, en la Bolsa de Valores de Montevideo. El monto a ser ofertado en esta etapa será de hasta US 20.000.000 (dólares veinte millones), y con un máximo de suscripción por inversor de 20.000 dólares y un mínimo de USD 100.

ii)Segunda Etapa. A partir del día posterior al cierre de la Etapa anterior, hasta completar el importe total de la inversión licitada por precio (subasta holandesa) y con un precio mínimo de 99%. El monto mínimo de suscripción será de USD 1.000.

Calificación de Riesgo de las acciones preferidas: A (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agrega en el Anexo I (Informe de Contingencias Jurídicas). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Del mismo se destaca al comienzo su valoración general cuando señala:
“Analizada toda la documentación podemos adelantar como valoración general, que se cumplen las normas que impone el ordenamiento jurídico para que AREAFLIN SA asuma en forma válida y eficaz sus obligaciones como emisor en la oferta pública proyectada. Desde la perspectiva de los futuros inversores en la colocación bursátil, no se advierten problemas jurídicos estructurales que comprometan en forma insalvable la satisfacción del derecho de participación que otorgan las acciones preferidas a emitirse.”

Más adelante desarrolla el análisis en tres capítulos que comprenden:

1. El financiamiento y los contratos del proyecto.
2. El marco normativo de UTE y de AREAFLIN SA, y
3. El cumplimiento del derecho que emerge de los valores.

El análisis es particularmente preciso para todos los riesgos de naturaleza jurídica vinculados con cada contrato, con las determinaciones de la sociedad y su capacidad de satisfacer a sus accionistas, el conjunto de autorizaciones necesarias, las garantías, etc.

Y su conclusión final:

A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, la estructura jurídica adoptada se adecua al marco normativo vigente y no se advierten riesgos en el proceso de emisión de oferta pública proyectado.

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

Para verificar y profundizar todos estos aspectos, véase el Anexo I.

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los accionistas, 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. Las acciones se han diseñado para ser líquidas. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. El riesgo es moderado, medio.

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

En tal sentido, se visualizan los siguientes actores a considerar

- **Areaflin SA**, el emisor
- **UTE, el gestor**
- **Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL**, los contratistas

a. El emisor

El emisor de las Acciones Preferidas es Areaflin SA, una sociedad anónima constituida bajo las leyes uruguayas el 29 de noviembre de 2012 y, según se informa en el Prospecto, ha cumplido con todos los requisitos formales que la habilitan a funcionar de acuerdo a los objetivos planteados. Cuenta con acciones escriturales y su objeto, entre otros, es la construcción, administración, operación, mantenimiento y/o gestión comercial de un parque eólico. Para ello, firmó, en su calidad de Generador, un contrato de compraventa de energía eléctrica con la UTE.

A la fecha y antes de la emisión que nos ocupa, UTE es titular del 100 % de las acciones de la sociedad. En tal condición, integran actualmente el Directorio de Areaflin SA: el Ing. Gonzalo Casaravilla (Presidente de UTE) como Presidente; el Cr. Carlos Pombo (Gerente General de UTE) como Vicepresidente y el Ec. Daniel Larrosa (funcionario de UTE, asesor de su Presidente) como Director que desempeña, entre otras funciones relativas al tema, el cargo de Coordinador de los Parques Eólicos de UTE. Este Directorio cuenta con los respectivos suplentes y por estatutos puede tener 3 a 5 miembros ninguno de los cuales puede cumplir funciones ejecutivas en la sociedad.

Una vez emitidas las Acciones Preferidas objeto de esta calificación, sus tenedores tendrán derecho a designar un Director Titular correspondiendo a los tenedores de Acciones Ordinarias (UTE) la elección de los restantes miembros.

Como se ha indicado en la sección correspondiente, las Acciones Preferidas (Serie B) que serán objeto de oferta pública, representarán el 100 % de ese tipo y a su vez, representarán el 80 % del total del capital integrado de la sociedad; sus tenedores no tendrán derecho a voto. El restante 20 % estará constituido por Acciones Ordinarias (Serie A) y son propiedad de UTE con derecho a voto por cada acción y no serán objeto de oferta pública.

Esto fue dispuesto por resolución de Asamblea Extraordinaria de Accionistas de la sociedad de fecha 12/5/16 que aprobó por unanimidad el aumento de capital integrado por nuevos aportes por suscripción pública mediante la emisión de acciones escriturales preferidas por un valor nominal de hasta pesos uruguayos por el equivalente de USD 44 millones, sin derecho a voto pero con derecho a designar un miembro titular en el Directorio.

Esto supuso un cambio respecto a decisiones anteriores al 31/12/15 en que se preveía para la emisión de Acciones Preferidas, el derecho a voto por cada acción y un dividendo fijo anual del 5%; esto explica que en las notas a los estados contables al 31/12/15 aparezcan estas condiciones luego modificadas.

La Comisión Fiscal está integrada por el Cr. Julio Ferrada; el Cr. Luis Correa y el Dr. André Chatton, contando con una terna de suplentes.

El auditor externo es Deloitte SC, designado el 2 de diciembre de 2015.

Atendiendo lo dispuesto por la Ley No. 18.627 y su decreto reglamentario No. 322/011 en lo que refiere a disposiciones de Gobierno Corporativo, el Directorio creó el Comité de Auditoría y Vigilancia como órgano dependiente del mismo. Está integrado por los miembros de la Comisión Fiscal. En la misma línea, la sociedad cuenta con su Código de Ética.

El capital social de la sociedad asciende a la suma de \$ 7.250 millones y su capital integrado asciende actualmente a la suma de \$ 50.000 según se desprende del Estado de Situación al 31/10/15, fecha de cierre del último ejercicio completo ya que, posteriormente, el Directorio con fecha 16/12/15 resolvió cambiarla al 31/12. En tal sentido, la sociedad presenta nuevos estados contables especiales de dos meses (del 31/10/15 al 31/12/15), en este caso auditados por Deloitte, en que se confirma el monto de capital social antes del aumento aprobado en mayo de 2016.

En consecuencia, Areaflin SA como tal, no tiene actividad relevante que la acredite por si misma a llevar adelante este proyecto en virtud de la casi nula actividad desarrollada desde su creación; esto se refleja en los estados contables cuyo resumen se expone en los cuadros siguientes.

Cuadro 1: Estado de Situación Areaflin SA (miles u\$s)		
Concepto	31/12/15	31/10/15
Activo	24.600	15.159
Activo Corriente	9.001	1
Activo no Corriente	15.599	15.158
Pasivo	24.679	15.362
Pasivo Corriente	9.074	204
Pasivo no Corriente	15.605	15.158
Patrimonio	(79)	(203)
Pasivo y Patrimonio	24.600	15.159
Razón Corriente	0,99	0,00

Fuente: EE.CC Areaflin SA

Cuadro 2: Estado de Resultados Areafin SA (miles)

Concepto	31/12/15	31/10/15
Gastos de Administración	134	(204)
Resultados Operativos	134	(204)
IRAE	(9)	-
Resultados del Ejercicio	125	(204)

Fuente: EE.CC Areafin SA

Como se ha dicho, los estados contables al 31/10/15 corresponden a un ejercicio de 12 meses mientras que al 31/12/15 se corresponden con un ejercicio especial de dos meses. En el caso de este último cuenta con informe de auditoría independiente mientras que el otro no. Al encontrarse en fase pre operativa, los resultados obtenidos hasta el momento son irrelevantes así como el indicador de liquidez (razón corriente). Otro tanto puede decirse de la situación patrimonial de la sociedad que a la fecha es negativa y se estaría configurando la causal de disolución que marca la Ley 16.060. Es obvio que esta situación habrá de ir cambiando con el correr del tiempo.

En los cuadros precedentes se reflejan las operaciones, sobre todo financieras, en que ha incurrido hasta esa fecha la sociedad. Así ha tomado préstamos de corto plazo por USD 9 millones y ha recibido anticipos a cuenta por parte de UTE. Posteriormente al cierre del 31/12/15, contrae nuevos préstamos de corto plazo por USD 25 millones como forma de ir cumpliendo con el financiamiento del plan de obras y el 12/1/16 firma el contrato PPA con la UTE por la compraventa del 100 % de la energía producida en el parque.

Este contrato encuadra dentro de lo que se conoce como "Acuerdo de Concesión de Servicios" según la interpretación que hace la dirección de la sociedad de la CINIIF 12 (Nota 4.5 de los EE.CC de Areafin SA al 31/12/15). Esto significa que el operador no debe reconocer en su activo la infraestructura que da lugar al contrato de servicios sino que debe reconocer un activo financiero por el derecho que el contrato le da. Esto no se refleja en los estados contables precedentes por ser un hecho posterior a los mismos.

En virtud de lo anterior, resulta clave el rol de UTE en el desarrollo de este proyecto tanto por su idoneidad técnica como por su solidez económica. En efecto, como se verá más adelante, entre otras garantías, UTE suscribió un contrato de fianza por todas las obligaciones contraídas por Areafin SA en el marco del Contrato de Construcción Llave en Mano suscrito con los contratistas. UTE es, además, garantía en el pago de los créditos financieros contraídos por la sociedad para financiar la ejecución del proyecto y, lo más importante de todo, es quien asegura la compra de la energía producida mediante el contrato PPA.

En definitiva la participación de Areafin en esta operación no supone riesgos para la misma.

b. 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 a la sociedad 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 contrato PPA.
- Es el adquirente de la energía que produzca el parque mediante contrato PPA a 20 años en condiciones similares a los contratos privados que ya tiene con otros operadores. Incluso, se compromete a empezar a pagar anticipadamente 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 por hasta un monto de USD 8 millones. Cabe decir que a la fecha de elaboración de este informe UTE informa que la obra tiene un avance de un 68 % sin que se registren sobrecostos.
- Se compromete a mantener la titularidad de al menos el 20 % de las acciones de Areafin SA
- Es el fiador, a favor de Gamesa, que garantiza los pagos asumidos por la sociedad en el marco del Contrato Llave en Mano. En tal sentido, el 12/5/15 firmó el contrato de fianza.

Interesa entonces analizar su capacidad en tres dimensiones: jurídica, técnica y económico financiera. El prospecto abunda en información sobre el ente energético por lo que en esta sección se hará una breve reseña de lo más relevante.

b.1. Naturaleza jurídica, marco legal y contexto operacional

La UTE fue creada por la Ley No 4.273 el 21 de octubre de 1912, ente autónomo al cual se le concedió personería jurídica para cumplir su cometido específico, abarcando éste las etapas de: generación, transmisión, distribución y comercialización de la energía eléctrica. Se le confirió el monopolio estatal del suministro eléctrico para todo el territorio nacional y se la amparó reconociéndole derechos y privilegios legales para facilitar su gestión y respaldar su autoridad.

Por Leyes No. 14.694 del 1/9/77, No. 15.031 del 4/7/80 y No. 16.211 del 1/10/91, el Ente deja de cumplir funciones específicas en régimen de monopolio y se le amplían sus posibilidades de actuación al campo de prestación de Servicios de Asesoramiento y Asistencia Técnica en las áreas de su especialidad y anexas, tanto en territorio de la República como en el exterior.

Por el artículo 265 de la Ley No. 16.462 del 11/1/94 se amplía su giro, facultándose su participación fuera de fronteras en las diversas etapas de la generación, transformación, transmisión, distribución y comercialización de la energía eléctrica, directamente o asociada con empresas públicas o privadas, nacionales o extranjeras. Dicha participación estará supeditada a la previa autorización del Poder Ejecutivo.

Con fecha 17/6/97 el Poder Ejecutivo promulgó la Ley No. 16.832 que sustituye el artículo 2 del Decreto – Ley No. 14.694, estableciendo a su vez un nuevo Marco Regulatorio Legal para el Sistema Eléctrico Nacional. La misma establece un reordenamiento del mercado eléctrico fijando condiciones y creando organismos reguladores.

Parece claro que UTE cuenta con el respaldo legal necesario para encarar esta operación. De todas formas, las contingencias jurídicas son analizadas exhaustivamente en el informe correspondiente anexo a éste.

b.2. Idoneidad técnica

Como se desprende de lo anterior, la UTE hace más de 100 años que se dedica a estas actividades. La mejor prueba de su idoneidad son los logros obtenidos.

De acuerdo a información publicada en su página web, sección UTE en Cifras, la producción de energía, expresada en GWh, sigue aumentando y en ella, es notoria la mayor participación de la energía proveniente de fuente eólica. Esto se puede ver en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Energía generada y comprada (GWh)			
Año	total	Eólica	% eólica
2015	11.526	298	2,59%
2014	11.511	112	0,97%
2013	10.515	65	0,62%

Fuente: UTE en cifras, web site de UTE

Si bien en el cuadro precedente se incluye alguna compra de energía al exterior, la misma es marginal.

Así, se logra satisfacer la demanda de 1.200.000 clientes distribuidos en 178.215 km² del territorio nacional para lo cual cuenta con una Red de Trasmisión de unos 4.500 kms. y una Red de Distribución de alrededor de 80.000 kms.

Contaba al cierre del año 2015 con 6.619 funcionarios 50 % de los cuales

Contaba al cierre del año 2015 con 6.619 funcionarios 50 % de los cuales compuesto por profesionales universitarios, técnicos especializados y directores, es decir, altamente calificado. El resto lo compone el personal administrativo, de oficios y servicios.

En materia de energía eólica, ha construido y opera el Parque Ing. Emanuele Cambilargiu en Sierra de los Caracoles (Maldonado) con una potencia instalada de 20 MW en 10 aerogeneradores. En construcción o en proyecto y en los cuales la UTE participa de varias maneras, se cuentan: Juan P. Terra (67MW); Artilleros (MW 65); Pampa (MW 141.6); Valentines (MW 70) y Arias (MW 70). Los primeros ya están enviando energía a la red. Por otra parte ha promovido la instalación de parques privados a quienes asegura la compra del 100% de energía producida mediante contratos PPA. En construcción bajo la modalidad con operadores privados hay 19 parques más con una potencia instalada prevista de 882.8 MW.

UTE es acreedora de certificaciones ISO bajo las siguientes normas:

- 9000- requisitos de sistemas de gestión de calidad
- 14000- requisitos de sistemas de gestión ambiental
- 17025- requisitos generales para la competencia de los laboratorios de ensayo y de calibración
- 18000- requisitos de sistemas de gestión de la seguridad y salud ocupacional
- 27001- requisitos de sistemas de gestión de la seguridad de la información

No cabe duda, entonces, que UTE cuenta con la idoneidad técnica adecuada.

b.3. 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 de resultados (consolidados) para los tres últimos ejercicios. Los mismos cuentan con informe de auditoría de Deloitte.

Cuadro 4: Estado de Situación Patrimonial consolidado (millones de \$)

Conceptos	2015	2014	2013
Activo Corriente	23.886	19.719	15.558
Activo no Corriente	185.146	142.306	115.397
Total Activo	209.032	162.025	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	105.039	98.813
Total Pasivo y Patrimonio	209.032	162.025	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.

En el cuadro siguiente se exponen los resultados consolidados para los mismos ejercicios.

Cuadro 5: Estado de Resultados consolidado (millones de \$)

Conceptos	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 de 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 del Ejercicio	7.902	11.086	6.488

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

El último ejercicio vuelve a presentar utilidades aunque menores al año anterior. De cualquier forma ya son tres ejercicios consecutivos superavitarios. 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. En ese sentido, los últimos años han sido favorables desde ese punto de vista. 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 sólido 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). Dos proyectos similares a éste (Fideicomisos Financieros Pampa y Arias) tuvieron un éxito significativo en su salida al mercado de valores producida en 2015 con una demanda superior a lo ofrecido 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 menor. En efecto, el compromiso cierto es invertir en las Acciones Ordinarias de Areafin SA que representan un 20 % del capital integrado, una cifra del orden de los USD 10 millones y, eventualmente, de existir sobrecostos en la obra, debe asumirlos hasta un máximo de USD 8 millones. Ambas contingencias sumadas, alcanzan la cifra de USD 18 millones (poco más del 1% de los ingresos por explotación correspondientes a 2015). Por otra parte, como se ha dicho, la obra se encuentra ya muy avanzada (60 % a mayo de 2016) sin que se hayan verificado sobrecostos lo que aleja en gran medida la eventualidad mencionada. De la misma forma y por la misma razón, si bien UTE es fiador y garante de los créditos y contratos que dan forma a este proyecto, el riesgo de que la obra no se termine en tiempo y forma y, en consecuencia, que no puedan cancelarse los créditos contraídos es mínimo.

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

c. GAMESA, contratista

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de una empresa contratista de probada experiencia en el sector, con antecedentes en diversas partes del mundo e incluso en Uruguay ya que fue adjudicataria de un contrato similar a éste en el marco del denominado "Fideicomiso Financiero Arias". Su selección se hizo a través de un proceso licitatorio cuya legitimidad fue analizada y verificada en el informe de contingencias jurídicas que acompaña esta calificación.

Se trata de Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL, filiales de Gamesa Energía SA quién otorgó a aquellas una garantía corporativa por eventuales incumplimientos del “Contrato de Construcción Llave en Mano”; adicionalmente, la “empresa madre” otorgó, el 22/5/15, garantía adicional por USD 15.314.715 hasta que se entregue la obra. En definitiva, a estos efectos denominamos a la firma contratista como Gamesa.

La propuesta presentada por Gamesa incluía un financiamiento de largo plazo por parte de Inter American Investment Corporation y China Co-Financing Fund for Latin America and Caribbean por un plazo de 18 años cuyas condiciones deberá negociar la UTE.

El 12/5/15 Areafin SA comunicó al contratista el inicio de las obras por lo que empieza a correr el plazo establecido de 70 semanas para su culminación. Tal cual lo acordado UTE paga, por cuenta de Areafin, el anticipo financiero de USD 15.104.715.

La actuación de Gamesa se encuentra regulada mediante dos contratos firmados el 10/9/14 y que se agregan como anexo al Prospecto Informativo; estos son:

a) Contrato de Construcción Llave en Mano:

- Regula los compromisos y garantías asumidos por el contratista en cuanto a la construcción del proyecto.
- 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/o acondicionamiento de los accesos al parque y a los aerogeneradores.
- Fija un plazo de construcción de 70 semanas a partir de la Notificación de Comienzo de Suministro y dispone una penalización por atraso en la Recepción Provisional de Suministro. Como se ha dicho, el momento de inicio de las obras fue comunicado al contratista el 12/5/15.
- El precio contractual es de USD 153.147.154 más \$ 88.798.163 por concepto de mano de obra y cargas sociales; esto último se encuentra sujeto a paramétrica.

b) Contrato de Operación, Garantía y Mantenimiento (O & M):

- Garantiza el diseño y construcción del Suministro, Operación y Mantenimiento de la Central Generadora incluyendo reparaciones y limpieza de sus instalaciones. Esta garantía estará vigente hasta la Recepción Definitiva del Suministro.
- Su vigencia comienza a partir de la fecha de la Recepción Provisional de la Instalación y terminará a los 15 años.
- Fija los honorarios que percibirá Gamesa por esta tarea y que serán de cargo de Areafin SA.

Perfil del contratista

El 28 de enero de 1976 se funda, en España, la compañía bajo la denominación Grupo Auxiliar Metalúrgico; operaba en las actividades de construcción y comercialización de maquinaria e instalaciones industriales, así como en la automoción y en el desarrollo de nuevas tecnologías para actividades emergentes como la robótica, microelectrónica, medioambiente y materiales compuestos.

Con el paso de los años, sobre todo en la década de los noventa, la compañía comenzó a concentrar su modelo de negocio en dos ámbitos: las energías renovables y la aeronáutica.

En 1994, Gamesa inicia la actividad de ingeniería, diseño, fabricación y venta de aerogeneradores, y la prestación de servicios especializados.

A partir de 1995 se produce la entrada en el negocio de la promoción, construcción y venta de parques eólicos. La presencia de la compañía en el sector de energías renovables se completaba con la fabricación de componentes solares térmicos y fotovoltaicos y la promoción y venta de parques solares fotovoltaicos, así como de otras energías de origen renovable como la biomasa y la minihidráulica.

La otra rama de negocio, la actividad aeronáutica, incluía la participación en programas para la fabricación de estructuras aeronáuticas, el desarrollo de ingeniería de diseño y fabricación y la producción de piezas con materiales compuestos. Gamesa estaba posicionada en el mercado de aviones de vuelos regionales (con capacidad para menos de cien pasajeros), en proyectos de grandes aviones y en el segmento de helicópteros. En este contexto, desarrolló proyectos con los fabricantes de aeronaves Embraer, Bombardier y Airbus.

En 1996, comienza la promoción, construcción y venta de parques eólicos en Aragón, con la promoción del Parque Eólico La Plana III.

Empieza la actividad de mantenimiento de aerogeneradores en el parque El Perdón, situado en Navarra: 15 aerogeneradores G39-500 kW y 25 G42-600 kW.

A partir de 1998 Gamesa inicia la actividad de mantenimiento fuera de España, con la gestión de un aerogenerador G42-600 kW en el parque Guerrero Negro, en Baja California (México).

En consecuencia, Gamesa cuenta con más de 20 años de experiencia en el rubro y la instalación de más de 32.000 MW en más de 50 países la posicionan como uno de los líderes tecnológicos globales en la industria eólica mundial. Su respuesta integral en este mercado incluye también la gestión de servicios de operación y mantenimiento (O&M), que realiza en más de 20.700 MW.

Esto último, que forma parte de las actividades contratadas en este proyecto, es una de las fortalezas de la firma. Efectivamente, la respuesta integral de Gamesa en el sector industrial eólico se completa con el área de servicios de operación y mantenimiento (O&M): una actividad desarrollada por un equipo internacional con altos niveles de tecnificación, que mantiene más de 20.000 MW para 200 clientes en 31 países del mundo. Los servicios de O&M se

constituyen en un elemento clave en el crecimiento rentable de Gamesa, por su contribución a la generación de ingresos recurrentes, la mejora de márgenes y la generación de caja.

El área de servicios resulta una herramienta esencial para la creación de MW para 200isponibilidad y rentabilidad de un proyecto eólico. En este sentido, Gamesa trabaja en programas de alto valor añadido para maximizar la producción de energía, mejorar la disponibilidad de los aerogeneradores y reducir los costos totales de operación, con el fin de optimizar el costo de energía (CoE) para sus clientes: la tasa media de disponibilidad de Gamesa en todas las plataformas y regiones se sitúa en el 98%.

Más del 76% de los MW instalados por Gamesa con más de dos años llevan asociados contratos de O&M de larga duración, poniendo así de manifiesto la satisfacción de sus clientes con este servicio.

La compañía cuenta con centros productivos en los principales mercados eólicos del mundo: España y China se configuran como centros globales de producción y suministro, mientras se mantiene la presencia industrial en mercados locales (India, Estados Unidos y Brasil).

Situación económica y financiera

Como se desprende de los cuadros siguientes, Gamesa posee una sólida situación económica con un patrimonio consolidado de 1.527 millones de euros al 31 de diciembre de 2015 (10% de incremento respecto al año anterior). El ratio de liquidez (medido como el activo corriente sobre e pasivo corriente) sigue siendo alto habiendo alcanzado 1.36 a esa fecha.

Cuadro 6: Estado de Situación consolidado (millones de euros)

Concepto	2015	2014	2013
Activo	4.641	4.252	4.759
Activo corriente	3.061	2.794	3.306
Activo no corriente	1.580	1.458	1.453
Pasivo	3.113	2.867	3.741
Pasivo corriente	2.248	1.967	2.829
Pasivo no corriente	865	900	912
Patrimonio	1.527	1.385	1.018
Pasivo y patrimonio	4.641	4.252	4.759
Razón corriente	1,36	1,42	1,17

Fuente: Gamesa, página web

Cuadro 7: Resultados consolidados (millones de euros)

Concepto	2015	2014	Var.
Ventas del Grupo	3.504	2.846	23%
Mwe	3.180	2.623	21%
Ventas O & M	471	435	8%
EBIT recurrente	294	191	54%
Margen EBIT recurrente	8,4%	6,4%	
Beneficio neto recurrente	175	101	73%
Beneficio neto recurrente por accion	0,63	0,39	62%
EBIT reportado total	323	181	78%
Beneficio neto reportado total	170	92	85%

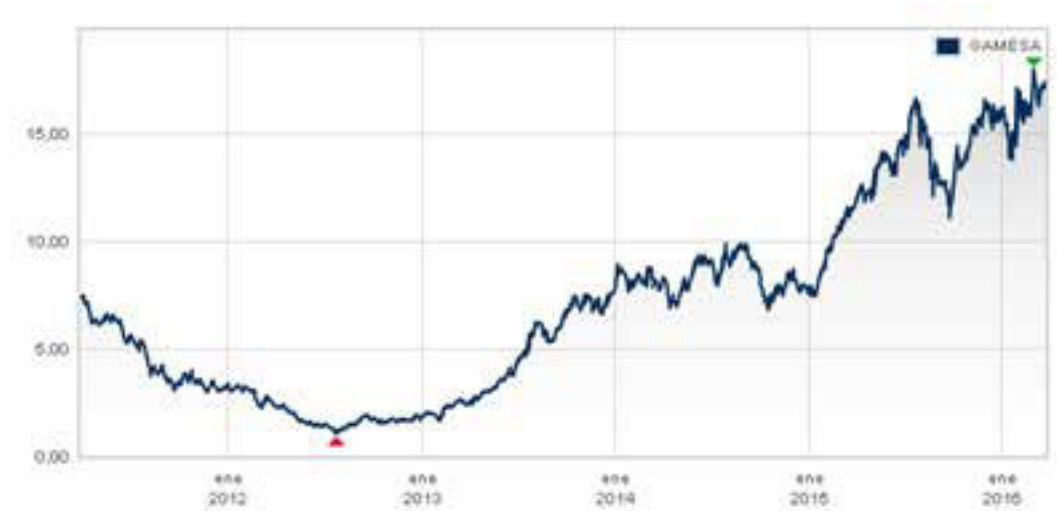
Fuente: Gamesa, página web

La situación patrimonial se sustenta en resultados positivos. En el cuadro precedente se recogen indicadores de actividad considerados relevantes y que ilustran lo antedicho. Así se puede observar que las ventas del último ejercicio se incrementaron un 23 %; la producción física lo hizo en 21 %; el EBIT recurrente, entendiéndose por tal el proveniente de las actividades regulares de la empresa, creció 54 % y así sucesivamente.

Por otra parte, el retorno del capital empleado (ROCE según sigla en inglés) fue en 2015 el 17 %, el doble del costo promedio ponderado de capital (WACC en su sigla en inglés) estimado por distintos analistas.

Gamesa Eólica forma parte del IBEX 35 de las bolsas españolas. En cuanto a su desempeño reciente en éstas cabe destacar la tendencia creciente de la cotización de sus acciones como lo demuestra la gráfica siguiente.

Gráfica 1: Cotización accionaria de Gamesa (Evolución histórica)



Por todo lo expuesto, la capacidad del Operador seleccionado, tanto como proveedor de los aerogeneradores, como la de constructor del parque eólico así como de su operación y mantenimiento, no ofrece dudas.

Por otra parte, cabe destacar el hecho relevante que al momento de escribir este informe, la obra se encuentra con un grado de avance superior al 60 % sin que se hayan registrado, hasta el momento, sobrecostos.

Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, determinado por la actuación de los tres agentes principales involucrados con el proyecto a saber: el constructor, proveedor y encargado de mantenimiento (Gamesa); el gestor de todo el proyecto – UTE- incluyendo todos los permisos necesarios así como el contralor de la ejecución; y la sociedad titular del proyecto. 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, de controles y garantías 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 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 los antecedentes de la empresa constructora contratada, así como por el procedimiento de realización de obras recogido en el prospecto ("llave en mano"). UTE se hace cargo de los eventuales sobrecostos y de la demora en la producción de energía mediante compra anticipada. La finalización de las obras en tiempo y forma tiene que ver con el riesgo anterior, el riesgo constructivo, pero además con el conjunto de circunstancias que podrían demorar la generación de recursos para los inversores de los CP o de las instituciones financieras acreedoras del préstamo. Este riesgo se encuentra acotado por cuanto el gestor asegura dos circunstancias cruciales. Por una parte UTE se obliga a realizar aportes de dinero a la sociedad por un monto mínimo equivalente al 20% del capital integrado (alrededor de USD 10 millones), pero adicionalmente también los fondos que sean necesarios para poder finalizar el Proyecto (hasta USD 8 millones), en caso que no sean suficientes según lo originalmente presupuestado con los fondos obtenidos del Préstamo y los recibidos por la emisión de acciones. Por otra parte y en forma adicional a lo antedicho, la 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. Por último cabe decir que a la fecha de elaboración de este informe, el Parque cuenta con un avance de aproximadamente un 68% sin que se hayan generado desvíos. Con estas disposiciones el riesgo es mínimo.

IV. EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Aspectos descriptivos del proyecto.

Sobre el resumen recogido en el prospecto de emisión, la finalidad del "Proyecto Valentines (Areafin SA)" consiste en la construcción y operación de una central de generación eólica de 70 MW, conectada al Sistema Interconectado Nacional. El Proyecto 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/o acondicionamiento de los accesos al parque y a los aerogeneradores.

El parque venderá el 100% de su energía a UTE, a través del PPA a 20 años de plazo. Este será el resultante del último proceso de compra de energía llevado a cabo por UTE, el que ascendió a USD 63,50MWh, a valores de 2010. De acuerdo a la paramétrica establecida en el PPA, el 60% del precio se ajusta: en un 80% en función de la evolución del Índice de Precios al Productor de Estados Unidos (PPI) y un 20% por el Índice de Precios al Productor Nacionales (IPPN) corregido por el tipo de cambio. El 40% del precio restante no tiene ajuste, quedando fijo en términos nominales. El valor actualizado a enero de 2015 era de 68,43 USD/MWh.

De acuerdo a la información del prospecto de emisión y del modelo de negocios suministrado a CARE, se estima una rentabilidad esperada (TIR) para el inversor en Acciones Preferidas del 12,5% para el flujo original.

La estructura de financiamiento que se prevé utilizar para financiar el parque es la siguiente:

- Aportes de capital por un 30 % de la inversión a ser obtenido por:
 - a) La integración por parte de UTE de las Acciones Ordinarias (representativas del 20% del capital integrado)
 - b) La integración de las Acciones Preferidas (representativas de hasta el 80% del capital integrado) las que serán ofrecidas mediante oferta pública en el Mercado de Valores.
- El restante 70% de la inversión, será financiada a través de un crédito a 18 años por el Inter-American Investment Corporation (IIC) y China Co-financing Fund for Latin America and the Caribbean (China Fund).

El modelo financiero se elaboró sobre la base de que el crédito de largo plazo sería por 119,92 millones de dólares y la integración de capital sería de 51,3 millones de dólares (Acciones Preferidas y Ordinarias). Por lo que manteniendo las proporciones descritas en el prospecto de emisión, aproximadamente 10,3 millones de dólares serían de Acciones Ordinarias (propiedad de UTE) y 41 millones de dólares de Acciones Preferidas. De esta forma, la inversión total rondaría los 171.1 millones de dólares, cifra que incluye los aerogeneradores en el sitio, montaje, trabajos eléctricos, obra civil, fundación y camino de acceso.,

La tasa de interés del crédito será variable en base a la Libor. En las planillas anexas y a los efectos de estimar los flujos financieros se trabajó –para el 14,3% del monto del crédito- con una tasa de interés que empieza en un 4,44% anual en el año 2016 y va creciendo cada 4 años hasta ubicarse en un 5,44% en a partir del año 2029. Para el 85,7% del crédito, la tasa de interés empieza en 4.74% en el año 2016 y termina en 6,44% a partir del año 2029.

En el prospecto y las planillas anexas suponen el costo del financiamiento (incluyendo el préstamo puente y el de largo plazo) será del 4,275%⁷, lo que permite un apalancamiento positivo del uso de fondos externos, en tanto es menor que la TIR esperada del inversor.

Cabe destacar que la emisión mencionada, por tratarse de acciones, no compromete un retorno fijo. Por este motivo CARE estimó un rango de Tasas Internas de Retorno para el inversor, con los supuestos que se detallarán a continuación.

La rentabilidad esperada de cualquier proyecto de inversión por lo general está determinada por el comportamiento previsto de múltiples variables que afectan los ingresos o los costos de la actividad: precios de los productos, volúmenes de producción, clima, costos de los insumos, variaciones de tipo de cambio, costo de la mano de obra, del financiamiento, tecnología, etc.

En el caso particular de este proyecto, la mayor parte de estas variables se encuentran acotadas y son predecibles para toda la vida útil del proyecto. A los efectos de realizar los análisis de sensibilidad se entendió conveniente evaluar el impacto que podría generar una posible menor producción de energía que la esperada y un eventual aumento en el costo del financiamiento de largo plazo.

- **Producción de energía:** 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. Este factor indica el porcentaje de energía generada efectivamente por el parque sobre el potencial máximo del mismo.
- **Costo del financiamiento:** la tasa de interés de los préstamos de largo plazo establecen un componente fijo y uno variable, este segundo toma como base la Libor, y si bien se proyecta un crecimiento de la tasa en el largo plazo ⁸ –que por otra parte resulta razonable- éste componente podría incrementarse por encima de lo estimado y afectar la rentabilidad esperada de las acciones.

⁷ El costo del crédito para el período es de 4,275% anual, considerando cuenta de reserva y después del pago de impuestos. Si no se considera la cuenta de reserva y sin el pago de impuestos el costo es de 5,362%

⁸ El componente variable de la tasa de interés empieza en 0,98% en el año 2016 y termina en 2,75% en el año 2036

Estas serán las únicas dos variables que se tendrán en cuenta a los efectos de realizar los análisis de sensibilidad de la tasa interna de retorno.

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

SL, se compromete a entregar la obra en funcionamiento en el plazo estipulado y por un precio establecido en el contrato, asimismo se ha firmado también un contrato de operación, garantía y mantenimiento, con la misma empresa. 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 prácticamente eliminado debido a que está fijado por contrato y la paramétrica de ajuste que se sigue, es la evolución de los índices de precios mayoristas de Uruguay y USA.

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

Un cuadro en detalle de flujo de fondos original del proyecto de inversión puede observarse en el Prospecto de Emisión.

Como ya fuera mencionado, el Proyecto plantea una Tasa Interna de Retorno para el inversor de 12,50% en el escenario de base para las Acciones Preferidas, el cual supone un Factor de Capacidad de 50,79%⁹. 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.

Como se mencionara anteriormente, 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 en primer lugar el factor de capacidad de los aerogeneradores del parque y en segundo lugar la tasa variable de interés del crédito. Por este motivo CARE ha realizado el análisis de sensibilidad del proyecto sobre la base de suponer menores eficiencias esperadas en la producción de energía, suponiendo menores factores de capacidad que los considerados en el flujo de fondos original y mayores tasas de interés para el financiamiento.

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, a través de la modificación a la baja del factor de capacidad del proyecto, esto es el nivel de aprovechamiento efectivo de los equipos de generación instalados respecto de su potencial y también considerando un mayor costo del financiamiento.

En este sentido se procedió a realizar dos escenarios calculándose para cada uno la o las tasas internas de retorno, según sea el caso. Dichos escenarios son:

Escenario 1. Se supuso en este caso que el factor de capacidad del proyecto sería inferior al estimado en el prospecto, suponiéndose una reducción de un 5%, 10% o un 15%, menor al esperado. Para el caso del costo del financiamiento se supuso un aumento más acelerado del esperado en la tasa libor a partir del año 2021¹⁰. A continuación se presentan los resultados obtenidos.

⁹ La Evaluación energética realizada por la consultora independiente GL Garrand Hassan Ibérica S.L le asigna un factor de capacidad de 50,79 lo que da una producción anual de esperada de 311.447 MWh/año.

¹⁰ El posible incremento de la tasa de interés está acotado en su potencial, ya que si llegara a existir un incremento muy importante en la Libor, seguramente se producirá un aumento en el precio acordado para la venta de la energía, ya que la paramétrica considera la devaluación del dólar a nivel internacional.

Cuadro 8: TIR de las acciones preferidas bajo diferentes situaciones

Factor de Capacidad	Producción en MWh	Tasa de Interés de los préstamos (antes de impuestos)		
		Original (5,36%)	5,81%	6,04%
Esperado: 50,79%	311,447	12,50%	11,8%	11,5%
5% menor: 48,25%	295,875	10,54%	9,89%	9,54
10% menor 45,71%	280,302	8,52%	7,84%	7,51%
15% menor 43,71%	264,73	6,43%	5,76%	5,43%

Fuente: CARE

Cómo era de esperarse, el factor de capacidad es la variable de mayor incidencia en la rentabilidad. Por su parte, el aumento de la tasa Libor a partir del año 2021 tiene efectos marginales, ya que ese incremento se produce dentro de algunos años y en ese momento ya se ha comenzado a abatir el endeudamiento.

La TIR esperada para las acciones de Areaflin SA se mantendría en niveles aceptables aún si se diera una reducción en el factor de capacidad, y por lo tanto en la producción y venta de energía, de hasta un 15% respecto de la esperada, aún en el caso de que se incremente la tasa variable de interés del préstamo de largo plazo. Considerando los equipos que se están instalando y los estudios técnicos disponibles, la probabilidad de que se registre una reducción mayor al 15% en la producción esperada de energía, sería muy baja.

Escenario 2. En este caso se estimó que la generación de ingresos del parque solo permitiera cubrir sus costos operativos, el servicio de la deuda y recuperar el capital invertido pero sin intereses. Esto implica que se determinó el nivel de factor de capacidad que resultara en una TIR del inversor igual a cero. En otras palabras, cuál sería el factor de capacidad “de indiferencia”, es decir, aquél que permitiría que el flujo de fondos esperado apenas alcance para honrar el crédito pero no alcanzar una TIR positiva.

Una TIR igual a cero se obtendría en el caso de que el Parque proyectado opere con un factor de capacidad del 36,77%. Dada la información disponible respecto de otros parques, y consultas realizadas por CARE con informantes calificados, la probabilidad de ocurrencia de este escenario –durante todo el período- sería muy baja o prácticamente nula¹¹

¹¹ Pérez Benech, Daniel y Cataldo José: “Analysis of the uruguayan large scale wind energy generation an its energetic.....”

¹² Weighted Average Cost of Capital

Lo anterior permite concluir, que el proyecto presenta una sólida expectativa de alcanzar tasas de retorno positivas para el inversor. Aún frente a contingencias adversas como la descrita en el Escenario 1,

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, se completa el análisis utilizando otros indicadores, tales como el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC¹²), el Costo de Oportunidad del Capital para el Inversor y el Valor Presente Neto del proyecto.

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

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

Donde:

- E(ri): Tasa de retorno esperada del capital (propio)
- E: Capital propio (emisión de acciones)
- D: Deuda (crédito de largo plazo)
- Rd: tasa de interés de la deuda (el prospecto supone un 5,362%)
- t: tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios (E(ri)); para ello, se utilizó el modelo de valoración CAPM¹³ (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 Damodaran¹⁴. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Dónde:

- E(ri): Tasa de retorno esperada del capital
- β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado¹⁵
- rf: tasa libre de riesgo
- E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.
- Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado¹⁶

Para realizar el cálculo anterior, se tuvieron en cuenta de entre numerosos valores posibles, aquellos que responden a un criterio conservador, que implica una tasa de descuento exigente.

¹³ El CAPM es un modelo para calcular el precio de un activo y pasivo o una cartera de inversiones.

¹⁴ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

¹⁵ Por no disponerse de betas para compañías energéticas en países emergentes actualizadas, se consideró el promedio de los betas más altos de 20 sectores de empresas en los EE.UU. según A. Damodaran

¹⁶ Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector energético en mercados emergentes según A. Damodaran.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 8,66%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para las acciones (Ordinarias y Preferidas) el modelo original (11,79%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellas 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 las acciones. A su vez, los movimientos en las tasas de interés internacional 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 5,6%, 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.

El valor actual neto, descontando el flujo de fondos esperado a una tasa del 5,6% que es el costo promedio ponderado del capital, es de 33,97 millones de dólares.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. El riesgo de la no generación de flujos para generar una razonable rentabilidad para las acciones es relativamente bajo, aún en condiciones de una menor producción esperada y de un incremento en los costos de financiamiento del proyecto. Por otra parte, la probabilidad es muy baja (casi nula) de que el factor de capacidad sea menor a 36,77%, que es el que en un escenario como el que se describió, pagaría el crédito, reintegraría el capital pero 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 bajo.

En definitiva, el emprendimiento 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 de la sociedad y por lo tanto del rendimiento de sus acciones. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo por ejemplo del mercado en el que se inserta, 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, 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"¹⁷. 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. Respecto de éstas, se estableció su incorporación en 300 MW para 2015, luego revisadas en 2012 con el objetivo de instalar 1.200 MW para el mismo año.

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 el año 2016.

¹⁷ 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 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).¹⁸

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 poco más del 1% del total. En el cuadro siguiente se puede apreciar la evolución de la producción eléctrica y sus distintas fuentes.

¹⁸ Un completo detalle de todos los parques, privados y públicos, terminados o en desarrollo, puede consultarse en <http://portal.ute.com.uy/institucional-nuestro-patrimonio/parques-e%C3%B3licos>

Cuadro 9: Potencia Instalada Efectiva según fuentes (MW)

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

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

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

Por otra parte y aunque no tiene que ver con los ingresos por venta de energía ya que estos están fijados por la modalidad del contrato PPA, constituye un hecho importante considerar que a juzgar por parámetros internacionales de 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. La información se encuentra actualizada a octubre de 2015

Cuadro 10. Consumo anual de Kw/cápita en países seleccionados

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013/2001	2013/05
Alemania	6.763	6.901	6.983	7.083	7.113	7.174	7.184	7.149	6.753	7.162	7.146	7.270	7.019	1,04	0,99
Arabia Saudita	6.036	6.044	6.389	6.164	6.381	6.607	6.747	7.073	7.431	8.022	7.870	8.405	8.741	1,45	1,37
Argentina	2.121	2.017	2.187	2.304	2.424	2.164	2.351	2.801	2.761	2.907	2.901	2.955	3.093	1,46	1,28
Australia	10.636	10.813	10.435	10.555	10.458	10.490	10.973	10.749	10.792	10.740	10.712	10.398	10.134	0,95	0,97
Belgica	8.267	8.312	8.412	8.576	8.510	8.684	8.614	8.521	7.903	8.388	8.021	7.987	7.969	0,96	0,94
Brasil	1.750	1.808	1.883	1.956	2.016	2.073	2.169	2.233	2.202	2.381	2.394	2.462	2.529	1,45	1,25
Chile	2.608	2.705	2.871	3.035	3.066	3.193	3.312	3.314	3.276	3.290	3.590	3.810	3.879	1,49	1,27
Colombia	859	866	868	902	898	947	972	969	1.042	1.009	1.121	1.150	1.177	1,37	1,31
Costa Rica	1.493	1.561	1.641	1.671	1.707	1.803	1.861	1.860	1.813	1.851	1.899	1.957	1.955	1,31	1,15
España	5.435	5.577	5.676	5.892	6.111	6.105	6.054	6.026	5.653	5.707	5.599	5.573	5.401	0,99	0,88
U.S.A.	13.047	13.296	13.307	13.389	13.705	13.583	13.657	13.663	12.914	13.395	13.240	12.954	12.988	1,00	0,95
Paraguay	865	875	829	815	848	901	958	1.002	1.055	1.133	1.283	1.368	1.473	1,70	1,74
Suiza	7.992	8.031	8.195	8.206	8.305	8.360	8.163	8.306	8.021	8.175	7.928	7.886	7.807	0,98	0,94
Uruguay	2.000	1.998	1.885	1.929	2.000	2.221	2.414	2.588	2.662	2.805	2.808	2.932	2.985	1,49	1,49
Venezuela	2.708	2.733	2.633	2.769	2.859	3.034	2.987	3.071	3.031	3.288	3.336	3.413	3.245	1,20	1,14
Mundo	2.382	2.437	2.499	2.582	2.663	2.735	2.831	2.860	2.815	2.981	3.031	3.064	3.104	1,30	1,17

Fuente: Banco Mundial

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, la participación en una sociedad anónima en donde solamente aporta capital por el 20% de la integración inicial, y el 80% restante proviene de la emisión de acciones, permite encarar la construcción del Parque con un aporte acotado y sin incurrir en nuevo endeudamiento de UTE. En efecto es la sociedad con su previsión de ingresos y en general de su plan de negocios, el que pagará la rentabilidad de las acciones y el crédito que apalanca la inversión. La responsabilidad de UTE respecto del endeudamiento de largo plazo es subsidiaria, operando luego de Areaflin SA. Por lo tanto, la UTE contablemente no debe registrar provisiones por estos conceptos por lo que no afecta la estructura financiera de la empresa en cuanto al nivel de endeudamiento.

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 han ratificado este tipo de proyectos 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 spot¹⁹ Empero, como el contrato se realiza a un precio fijo, este riesgo es mínimo.

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

¹⁹ 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 las acciones preferidas a emitir por Areaflin SA recogen la calificación A (uy) de la escala de nuestra metodología.²⁰

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tamber

²⁰ CATEGORÍA A.uy Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **Grado de inversión con observaciones.**

ANEXO I
INFORME DE CONTINGENCIAS JURÍDICAS

EMISIÓN DE ACCIONES DE AREAFLIN SA
PARQUE EÓLICO VALENTINES

Informe Jurídico.

I - Introducción.

La construcción del Parque Eólico Valentines se inscribe en la política energética liderada por la UTE, tendiente a diversificar la matriz mediante la generación y explotación de fuentes renovables no tradicionales, entre ellas, la energía eólica. En tal sentido, el Parque Eólico Valentines (el adelante “el Parque” o “Valentines”), es otro paso para ampliar la generación de fuente eólica y que se agrega a las experiencias en curso, por ejemplo los parques Pampa y Arias, sobre los cuales hemos informado en su oportunidad.

En este caso, se reproducen a grandes rasgos la mayoría de los aspectos que refieren al proyecto, la participación y obligaciones que asume UTE como promotor y gestor del emprendimiento y las modalidades del financiamiento a largo plazo. La diferencia sustancial y en que estará centrado el presente informe, refiere a la estructura jurídica adoptada para la emisión pública a ser colocada en el mercado de valores como parte del fondeo total del emprendimiento.

En efecto, en los casos de Pampa y Arias, se estructuraron fideicomisos financieros que emitieron certificados de participación por el 30% del total del financiamiento. En este caso se mantiene el esquema de tomar un préstamo a largo plazo con un financiador internacional por el equivalente al 70% del monto total, pero **se adopta la figura jurídica de la sociedad anónima** que aportará el 30% restante.

AREAFLIN SA (en adelante la “Sociedad” o la “Emisora”) es la persona jurídica, adquirida por UTE a tal fin, y cuyo capital social actual le pertenece en un 100%. Emitirá acciones por un total autorizado de U\$D 55.000.000, equivalente al 30% del total de las necesidades proyectadas para la construcción y puesta en funcionamiento del parque eólico.

La emisión de acciones tendrá dos series. La primera (serie A), por un monto de U\$S 11.000.000 (20% de la emisión) y serán **acciones ordinarias** a ser suscriptas e integradas por UTE. La segunda (serie B), tendrá un monto máximo de U\$S 44.000.000 (80% de la emisión), serán **acciones preferidas** y serán las que se emitirán mediante oferta pública en el mercado de capitales.

El presente informe tiene como eje central el análisis de la regularidad jurídica de la estructura adoptada para la emisión pública proyectada, con especial énfasis en los derechos de los inversores.

Para ello es necesario el estudio de un importante caudal de disposiciones normativas así como las normas particulares que se desprenden de todos los contratos vinculados al emprendimiento y las singulares reglas que tendrá la emisión a ser colocada en el mercado de valores (serie B); para emitir finalmente una opinión sobre la solvencia estructural y las posibilidades objetivas para que los accionistas perciban la rentabilidad proyectada.

En tal sentido y atento a la jerarquización que viene de anunciarse, se emplea la siguiente metodología: **a)** en primer lugar se hará un análisis general de los contratos del Proyecto y su esquema de financiamiento, desde la perspectiva de UTE como sponsor del emprendimiento; **b)** en segundo lugar, se analizarán las normas - tanto de derecho público como privado -, a efectos de determinar si las partes están debidamente autorizadas por el ordenamiento para obligarse en forma válida y eficaz ; **c)** finalmente, en función de los puntos precedentes, nos centraremos en los aspectos que pudieran incidir en el cumplimiento del derecho de los tenedores de acciones.

Valoración general. Analizada toda la documentación podemos adelantar como valoración general, que se cumplen las normas que impone el ordenamiento jurídico para que AREAFLIN SA asuma en forma válida y eficaz sus obligaciones como emisor en la oferta pública proyectada. Desde la perspectiva de los futuros inversores en la colocación bursátil, no se advierten problemas jurídicos estructurales que comprometan en forma insalvable la satisfacción del derecho de participación que otorgan las acciones preferidas a emitirse.

II – Financiamiento y Contratos del Proyecto.

(i) Financiamiento.

La inversión total se estima en U\$S 170.000.000. Para financiarla se ha procedido en primero lugar a tomar préstamos bancarios de corto plazo, lo cual ha permitido poner en marcha la construcción y en segundo lugar obtener un financiamiento de largo plazo que cancele el anterior, en forma concomitante al cierre del período de construcción e instalación y el comienzo del suministro. Todo lo cual se puede resumir en el siguiente esquema:

- a)** La inversión total tendrá un fondeo con un préstamo de largo plazo del orden del **70%** que será el principal pasivo de la sociedad emisora; el otro **30%** lo aportará AREAFLIN SA mediante el aumento de su capital a través del programa de emisión de acciones.
- b)** Para dar comienzo a las obras se procedió a tomar un financiamiento puente, mediante préstamos con los bancos de plaza ITAÚ, SANTANDER Y BBVA, por un monto total de U\$S 109.000.000. Los desembolsos se hicieron en forma escalonada instrumentados en vales suscritos por la Sociedad por el monto de cada desembolso. El vencimiento final será el 5 de febrero de 2017, fecha para la cual debería haberse concretado la emisión pública de las acciones y suscrito el préstamo de largo plazo; con lo cual se cancelaría el financiamiento puente. La UTE es avalista de los vales suscritos por la Sociedad y como gestor y sponsor del emprendimiento – según las obligaciones que asume en los diversos contratos del Proyecto-, garantiza el riesgo en la etapa de la ejecución y puesta en marcha del Parque. Una vez cumplido esta etapa neurálgica, será la Sociedad la obligada al pago del financiamiento a largo plazo y el rendimiento a los accionistas de acuerdo a la normativa aplicable en la materia.
- c)** El Financiamiento de Largo Plazo está en etapa final de negociación. Se firmará entre la Sociedad y entidades BID/China Found (Banco Interamericano de Desarrollo y China Co-Financing Fund for Latin America and the Caribbean (China Fund). Mediante este préstamo se accederá a la suma aproximada de U\$S 120.000.000. Los términos pre contractuales están desarrolladas con todo detalle de fojas 41 a 53 del Prospecto, a cuyo tenor cabe estar sobre todo en lo atinente a las condiciones de los desembolsos y eventos de incumplimiento. En este esquema se apunta que tendrá un plazo de 20 años desde su otorgamiento y su amortización (intereses y capital), ocupa el primer lugar en el orden de prelación para la distribución del Flujo de Fondos de la Sociedad.
- d)** La emisión de acciones tendrá un monto máximo de U\$S 55.000.000, en dos categorías o series: A) el 20% (U\$S 11.000.000), acciones ordinarias escriturales con derecho a un voto por acción. Serán propiedad de UTE y no serán objeto de oferta pública; B) representarán el 80% restante (U\$S 44.000.000) y serán **acciones preferidas** escriturales **sin** derecho a voto. Éstas serán las ofrecidas en el mercado de capitales. Los tenedores de acciones preferidas tendrán derecho a percibir el dividendo ordinario anual *pari passu* con las acciones ordinarias, en función de la

disponibilidad de flujo de fondos y de las utilidades netas, de conformidad con las pautas estatutarias y las disposiciones de la Ley 16.060.

- e) La preferencia de estas acciones consistirá en la **prioridad de reembolso del capital en casos de liquidación** y el derecho a elegir un miembro del Directorio.

(ii) Los Contratos del Proyecto.

1 – Mediante el Contrato de Gestión, la UTE como sponsor del Parque, organiza, prepara y garantiza la ejecución de todos los demás componentes del Proyecto. Es un contrato *pivote*, que aglutina el multifacético papel que juega el ente en el desarrollo del emprendimiento. De modo muy esquemático podemos decir que su objeto comprende: la administración de los demás contratos, gestiona todos los permisos regulatorios administrativos y de seguros, ya sean previos o concomitantes a las obras; monitorea la construcción, controlando entre otras cosas, el cumplimiento de la normativa laboral, previsional y de seguridad e higiene por parte del contratista; hará la gestión técnica del Parque; gestiona el financiamiento puente y negocia el de largo plazo y se ocupará de la administración de los inmuebles donde estarán emplazados los molinos, suscribiendo los contratos de arrendamiento con los respectivos propietarios.

2 – Por su orden cronológico, debemos señalar que se tienen a la vista los Contratos de Arrendamiento comprensivos de todos los padrones que serán parcialmente ocupados para la instalación de los molinos, los caminos de acceso, tendidos eléctricos torres de control, de medición de viento y cualquier otra instalación que sea necesaria para la construcción, operación y mantenimiento del Parque. Se trata de 24 padrones, 16 en el Departamento de Treinta y Tres y 8 en el Departamento de Florida. Se pactó el plazo máximo legal de 30 años, según la excepción al art. 1782 CC, introducida por Ley 18.666 y se conviene que al cumplirse los 20 años, la arrendataria tiene la opción de rescindir el contrato en cualquier momento, previa comunicación fehaciente a la arrendadora.

3 - El emprendimiento se encuentra en plena etapa de construcción, lo cual en sí mismo es un buen dato para los futuros inversores, por cuanto el principal riesgo de la inversión está relacionado precisamente con el éxito de la construcción. El Parque tendrá casi iguales características que el Parque Arias. Se trata en efecto de la instalación de 35 aerogeneradores con una potencia total instalada de 70 MW. La ejecución de la obra así como su operación y mantenimiento, están a cargo de la empresa española Gamesa Eólica SL (Gamesa Uruguay SRL), quien el 10 de setiembre de 2014 firmó con Areafin SA el Contrato de Construcción Llave en Mano y el Contrato de Operación, Garantía y Mantenimiento. Por el primero se reglamenta la elaboración del proyecto de ingeniería, el suministro, instalación y montaje de los 35 aerogeneradores, las obras de caminería, cimentaciones, instalaciones eléctricas y todas aquellas relacionadas con la puesta en marcha de los generadores de energía durante su vida útil de 20 años. Las obras comenzaron en setiembre de 2015, pero debe tenerse presente que el plazo contractual para la construcción se fijó en 70 semanas a partir de la Notificación de Comienzo de Suministro, lo que sucedió el 12/5/2015 y en forma concomitante con el otorgamiento de la AAP (Autorización Ambiental Previa). Por lo cual, el plazo contractual vence en setiembre de 2016 y según las emergencias del Prospecto Informativo nada hace suponer que ello no se cumpla. Como contraprestación, el contratista recibirá un precio de U\$S 153.147.154 más \$u 88.798.163, según los hitos de avance que se detallan en la convención. La parte del precio expresada en pesos uruguayos corresponde a mano de obra y cargas sociales y será ajustada por la paramétrica que luce en el contrato. El segundo de los contratos firmados con GAMESA, establece las garantías que asume el contratista en relación al Suministro, Operación y Mantenimiento de la Central Generadora incluyendo reparaciones y limpieza de todas las instalaciones

de dicha central y todos sus componentes; garantía que estará vigente hasta la Recepción Definitiva del Suministro.

4 - El Contrato de Compraventa de Energía Eléctrica (PPA) y el Convenio de Uso, tienen como partes a la UTE y AREAFLIN SA como Generador y se firmaron el 12 de enero de 2016. El Contrato PPA (*Power Purchase Agreement*), es quizás la convención más importante para la emisión proyectada, pues representa el flujo de fondos destinado a la satisfacción de los derechos emergentes de las acciones, desde luego, respetando la subordinación al préstamo de largo plazo. En lo medular la UTE se obliga a comprar toda la energía generada y volcada a la red de transmisión y distribución del Parque. Tendrá un plazo de 20 años desde la obtención del Acta de Habilitación Final y se fija un precio de energía contratada en U\$S 63,50 por MW/hora, precio que se irá indexando anualmente según una fórmula prefijada. Esto es clave para el inversor, pues el precio de la energía vendida es el activo para satisfacer su derecho. Si consideramos que la inversión es de riesgo en el sentido que la rentabilidad es contingente y variable; forzoso es coincidir que un flujo estable y homogéneo mitiga en gran medida la contingencia.

El Convenio de uso tiene por objeto asegurar los requisitos técnicos y equipamientos necesarios para la autorización de la conexión física a la Red de UTE en alta tensión de la central generadora, así como las condiciones generales de uso de las instalaciones para evacuar la energía entregada. Al igual que todos los demás contratos, su plazo será de 20 años, pues calza con el período de utilidad de los aerogeneradores.

III – Marco normativo. UTE y AREAFLIN SA.

Como se adelantara, en este segmento se hace un cotejo del cumplimiento de las normas de derecho público y privado para constatar la legitimación, validez y eficacia de los actos otorgados y las obligaciones que asumen en los contratos, tanto el ente autónomo UTE como la sociedad comercial de su propiedad AREAFLIN SA.

(i) Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE).

La UTE fue creada con el cometido de desarrollar las etapas de generación, trasmisión, distribución y comercialización de la energía eléctrica, originalmente en régimen de monopolio. A partir de la Ley 16.832, la actividad de generación salió del régimen de monopolio y puede ser realizado por empresas autorizadas a funcionar como generadoras.

En cuanto a la manifestación de voluntad del Ente, conforme con la Ley Orgánica N° 15.031, UTE tiene competencia para disponer de sus bienes y toda clase de derechos de su propiedad (art. 4 lit. H), estableciendo que la dirección del servicio estará a cargo del Directorio (art. 5).

La viabilidad jurídica de que sociedades anónimas sean propiedad del Estado o en particular de UTE como empresa pública del dominio industrial y comercial del Estado, está fuera de toda discusión. En efecto, la norma madre en la materia es el artículo 188 de la Constitución de la República (a partir de la reforma de 1934), introduce la autorización a diversas formas de participación de capitales públicos y capitales privados, entre ellas la habilitada en el caso que nos ocupa.

(ii) La Sociedad Emisora.

AREAFLIN SA es una sociedad anónima regida por la legislación uruguaya y fue constituida el 29 de noviembre de 2012. Sus estatutos fueron aprobados por la Auditoría Interna de la Nación el 26 de

diciembre de 2012 e inscriptos en el Registro Nacional de Comercio el 8 de enero de 2013, se practicaron las publicaciones de estilo, encontrándose vigente a la fecha de este informe, conforme surge certificado en forma notarial en el Prospecto Informativo de la emisión.

Reformas:

1. Por Resolución de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas, de fecha 18 de febrero de 2015, se modificaron varios artículos de los estatutos; reforma aprobada por la AIN el 12/5/2015, inscripta en RNC el 12/6/2015 y cumplidas las publicaciones.
2. Por Resolución de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas, de fecha 2 de octubre de 2015, reforma aprobada por la AIN el 29/2/2016, inscripta en RNC el 29/4/2016, modifica varios artículos de los estatutos, entre ellos el 5 referido al capital social.
3. Por **Resolución de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 9 de mayo de 2016**, se realizó la última modificación al articulado de los Estatutos, reformándose los **artículos 5, 6 y 20 y que hacen posible la emisión proyectada**. Esta modificación ha sido ingresada el 31 de mayo de 2016 a la AIN para su aprobación, lo cual se encuentra en trámite.

Recapitulando las sucesivas reformas, podemos decir que AREAFILIN SA es actualmente una sociedad anónima cerrada (al momento de su constitución era abierta) y en lo que atañe específicamente a la emisión, los artículos 5, 6 y 20 vigentes tienen la siguiente redacción:

Artículo 5: El capital social se fija en la suma de pesos uruguayos 7.250.000.000, que se podrá aumentar sin necesidad de conformidad administrativa. Las Acciones serán de dos clases: Clase A acciones ordinarias escriturales con valor nominal un peso cada una y con derecho a un voto por acción, que representarán el 20% del capital autorizado; Clase B acciones preferidas escriturales, valor nominal un peso cada una sin derecho a voto, que representarán el 80% del capital autorizado. La preferencia de las acciones Clase B consistirá en la prioridad de reembolso del capital en caso de liquidación y el derecho a elección de un director titular del Directorio. Las acciones Clase B percibirán en concurrencia con las acciones Clase A, el dividendo que por ley corresponda.

Artículo 6 literal C): Las resoluciones de las Asambleas se adoptarán por mayoría absoluta de votos de accionistas con derecho a voto. Se requerirá la mayoría especial de 85% de accionistas con derecho a voto para adoptar las decisiones extraordinarias listadas.

Artículo 20: refiere a la dirección y administración de la Sociedad que estará a cargo de un directorio compuesto por tres a cinco miembros, ninguno de los cuales podrá cumplir funciones ejecutivas en la Sociedad. Sus miembros podrán ser reelectos y permanecerán en sus cargos hasta que la asamblea designe sus reemplazantes para el caso que sobrevenga cualquier causal que así lo justifique (incapacidad, prohibición, inhabilitación).

Actualmente la Sociedad tiene un Directorio integrado por **tres miembros** según fue resuelto en Asamblea General Ordinaria de Accionistas del 2 de octubre de 2015 y se dio cumplimiento a lo dispuesto por Ley 17.904. El Prospecto da cuenta del cumplimiento del art. 184.2 de la RNMV en cuanto a las funciones de los directores y sobre la responsabilidad rige el estándar de diligencia del buen hombre de negocios (art. 83 Ley 16.060).

El Prospecto informa asimismo, las prácticas de **gobierno corporativo** en cumplimiento de lo dispuesto en el Título VI de la Ley 18.627 y su decreto reglamentario N° 322/2011. En particular se creó el Comité de Auditoría y Vigilancia como órgano del Directorio (art. 81) y la Sociedad cuenta con un Código de Ética con el fin de establecer procesos adecuados de supervisión y control de la gestión y asegurar el trato igualitario de los accionistas y el mejor interés de la Sociedad.

(iii) Autorizaciones administrativas.

Finalmente dentro de este segmento, es útil cotejar el estado actual de autorizaciones administrativas que son preceptivas. En el caso de la generación de energía eléctrica de fuente eólica los permisos obligatorios son la Autorización Ambiental Previa que corresponda según el tipo y categoría y en segundo lugar las aprobaciones para poder operar como generador del sistema eléctrico nacional.

En cuanto a la Autorización Ambiental Previa (AAP), la norma central a tener en cuenta es el Decreto 349/005, que sintetiza en su contenido reglamentario las directrices tuitivas de las leyes 16.466 y 17.283 sobre protección del medio ambiente. El decreto crea el “Reglamento de Evaluación de Impacto Ambiental y Autorizaciones Ambientales” como competencia del MVOTMA por intermedio de la Dirección Nacional de Medio Ambiente. El ámbito de aplicación de la norma (artículo 2), establece una nómina de 34 actividades que requieren Autorización Ambiental Previa (AAP), en cuyo numeral 16 se lee: “*construcción de usinas de generación de electricidad de más de 10 Megavatios, cualquiera sea su fuente primaria...*”. El Parque Valentines producirá 70MW, por lo cual aplica en dicha tipología.

Por resolución de la DINAMA – MVOTMA N° 523 del 14 de mayo de 2015, se concedió la Autorización Ambiental Previa a la UTE para el proyecto de instalación del “Parque Eólico Valentines”, sujeta al estricto cumplimiento de los compromisos que surgen de la tramitación y las condiciones que se desarrollan en la decisión.

En cuanto a la aprobación de generación de energía, se dejan algunos comentarios jurídicos de rigor. La Ley N° 16.832 Marco Regulatorio del Sector Energético, en su artículo 1 se sustituye al Art. 2 del Decreto Ley 14.694 que establecía que todas las actividades de la industria eléctrica tendrán carácter de servicio público. En virtud de la modificación, las actividades de “*transmisión, transformación y distribución (...), tendrán el carácter de servicio público en cuanto se destinen total o parcialmente a terceros en forma regular y permanente, quedando exceptuada la actividad de generación. Esta podrá realizarse por cualquier agente, inclusive para su comercialización total o parcial a terceros en forma regular y permanente, siempre que en este último caso lo realice a través del Despacho Nacional de Cargas y de acuerdo con las normas del mercado mayorista de energía eléctrica*”. El artículo 2 crea la unidad Reguladora de la Energía Eléctrica y el artículo 4 la Administración del Mercado Eléctrico (ADME), como persona jurídica pública no estatal, con el cometido de administrar el mercado mayorista de energía eléctrica. El artículo 11 crea el mercado mayorista y define como “*agentes*” de este mercado a “**los generadores, transmisores, distribuidores y grandes consumidores**”.

El Decreto 360/002, reglamentario del marco regulatorio del sector eléctrico nacional, aprueba el Reglamento del Mercado Mayorista de Energía Eléctrico, elaborado en forma conjunta por la Unidad Reguladora y la Dirección Nacional de Energía. Los artículos 53 y 54 del Reglamento, bajo el título “Autorización de nueva generación”, establecen que será el Poder Ejecutivo (Ministerio de Industria, Energía y Minería), quien autorice la generación, previo contralor de los requisitos del proyecto allí explicitados, entre las que cabe destacar el literal h) del art. 54 que exige la presentación de la “*autorización ambiental previa*”. La actual redacción de este artículo 54 del Reglamento, está dada por el Decreto 174/2013, que mantiene la exigencia anotada.

Por resolución del MIEM de fecha 18 de abril de 2016, se autorizó a la Sociedad a generar energía de fuente eólica, mediante una central generadora de 70 MW para el Parque Valentines.

Finalmente cabe señalar que la actividad de generación de energía eólica está amparada en los beneficios fiscales establecidos en la Ley 16.906; conforme a la cual, la declaración de promoción debe

solicitarse ante el Poder Ejecutivo (arts. 6 y 12) y debería ser otorgada una vez que la emisión se encuentre inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU.

En síntesis, se cumplen las normas de derecho citadas y las pautas de la Ley 16.060 para el otorgamiento válido y eficaz de la voluntad expresada en los actos y contratos de marras y no se aprecian obstáculos formales y regulatorios para la rectitud legal del proceso de emisión.

IV – El cumplimiento del derecho que emerge de los valores.

En este segmento el estudio consiste en diagnosticar si existen aspectos jurídicos objetivos, estructurales que por su carácter contingente pudieran representar un riesgo o peligro de incumplimiento de los derechos que otorgan las acciones a emitirse. En este sentido, el enfoque estará centrado en algunos puntos que a mi juicio son los más interesantes desde la óptica del inversor, a saber: **a)** las obligaciones que asume la UTE para garantizar la construcción y funcionamiento del Parque, en tanto es el riesgo más relevante del negocio; **b)** relevar algunas particularidades de la emisión pública para establecer con precisión cuál es el derecho de las acciones preferidas en orden a la distribución del flujo de fondos y **c)** finalmente, se analizará qué sucede con las acciones preferidas al momento de extinción del Parque.

(i) Obligaciones de UTE como sponsor del Proyecto.

Como viene de decirse, el plazo contractual para finalizar la construcción del Parque Eólico es en setiembre del año en curso. Considerando la fecha de este informe y que la información recabada da cuenta de un ritmo de cumplimiento acorde a los hitos diagramados, podemos señalar que el riesgo de incumplimiento asociado a este aspecto es prácticamente inexistente. De todos formas y como resguardo, en esta convención (Llave en Mano), la UTE otorgó una fianza a favor de GAMESA con el fin de garantizar los pagos asumidos por AREAFLIN SA como contratante. Naturalmente, como en toda obligación accesoria de garantía, en el caso de que la UTE tuviera que pagar como fiador, tendrá acción de regreso contra AREAFLIN SA por ser el obligado principal.

Por su parte, a través del Convenio de Uso, UTE asume a su costo la dirección de la obra, realización del anteproyecto de conexión, aprobaciones técnicas, tramitación de permisos ambientales, gestión de servidumbres.

A través del contrato de Gestión, el ente ha gestionado y suscrito los contratos locativos para la instalación de los aerogeneradores, tomó a su cargo, sin ser el contratante, el contralor de cumplimiento por parte de GAMESA y la cadena de subcontratos, de la normativa laboral, previsional y de seguridad e higiene en la construcción, en un todo de acuerdo con las disposiciones de la Ley 18.251.

En el marco del contrato PPA, la obligación sustancial en orden a las posibilidades de rendimiento del negocio, es que la UTE comprará toda la energía que genere el Parque y sea vertida a su red de transmisión y distribución, por todo el plazo del contrato y con un precio fijo por KW/hora.

Pero es sin dudas en relación con el Financiamiento de Largo Plazo donde el ente asume las garantías más severas y robustas en pos del éxito comercial del Parque. En primer lugar, se obliga a realizar aportes adicionales en efectivo para la eventualidad de surgir sobrecostos del Proyecto hasta un límite de U\$S 8.000.000; aporte que no es retornable.

A su vez y para el caso que el Parque no se encuentre terminado en un plazo de 24 meses desde la fecha de inicio del contrato de construcción (setiembre de 2017), a partir del mes 25, la UTE se obliga a anticipar el pago de la energía como si se estuviera generando según la energía mensual proyectada y la

tarifa vigente en el mes que se efectúe el adelanto. En este caso, los pagos que realice el ente serán un pasivo de la Sociedad, que deberá reintegrarle a partir del año 10 contado desde el primer mes de adelanto y en un lapso de 5 años. Se reitera que este reintegro como cualquier otro pago que realice la Sociedad estará subordinado a la cancelación previa de las amortizaciones del préstamo de largo plazo.

En suma, los plexos convencionales constituyen un satisfactorio marco de cobertura frente a riesgos en la finalización de la construcción del Parque y su posterior operación y mantenimiento.

(ii) Programa de emisión, suscripción e integración. Acciones ordinarias y preferidas.

Como fuera ya adelantado y explicado con la secuencia de asambleas, resoluciones detalladas y la última reforma estatutaria, la Sociedad está en condiciones de realizar la emisión de acciones por hasta un total en pesos uruguayos equivalentes a U\$S 55.000.000. El paquete accionario se dividirá en acciones escriturales de dos clase. Las acciones ordinarias serán emitidas a favor de UTE y representan el 20% de la capitalización total. No serán objeto de oferta pública y UTE se obliga a mantener su calidad de titular de estas acciones. Estas acciones tendrán derecho a voto (un voto por acción).

La segunda clase son las Preferidas, serán las ofertadas en forma pública por hasta un total en pesos uruguayos equivalente a U\$S 44.000.000 y representarán el 80% del capital integrado de la Sociedad. La Acciones Preferidas tendrán las siguientes particularidades:

- a) Serán emitidas a favor de sus titulares mediante el Documento de Emisión (anexo al Prospecto), estarán inscriptas en el Registro de Mercado de Valores del BCU y en el Registro de Emisores y Valores de la Bolsa de Valores de Montevideo SA.
- b) Según resolución de Directorio de fecha 1/6/2016, la BVM será Agente de Pago, Entidad Registrante y Entidad Representante (arts. 23 y 73 Ley 18.627), en función de los contratos que se firmarán entre Areaflin SA y la BVM (contratos de la Emisión).
- c) Las acciones serán ofrecidas y tendrán cotización a través de BVM y BEVSA.

La suscripción se hará en dos etapas. La primera por hasta U\$S 20.000.000 (**tramo minorista**), a precio fijo y con un máximo de U\$S 20.000 por cuenta inversora, durante tres días hábiles y se adjudicarán por franjas de menor a mayor. La segunda etapa será por hasta U\$S 24.000.000 sin máximo por inversor y por el sistema de competencia de precios (holandés), durante dos horas. Lo agregado como consecuencia de la diferencia entre el valor par y el precio aceptado en las distintas ofertas de esta etapa, será destinado a cubrir posibles costos de implementación de nuevas alternativas de distribución de la primera etapa de suscripción y de existir remanente será entregado a UTE como comisión por su rol de promotor y estructurador de la emisión.

La integración de ambas etapas se hará al día hábil siguiente a la fecha de cierre del Período de Suscripción de la Segunda Etapa. La mora en la integración dará derecho a la Sociedad a demandar el cumplimiento o la resolución de la suscripción en mora más los daños y perjuicios irrogados de conformidad con el art. 318 de la Ley 16.060.

(iii) Derechos de las Acciones Preferidas.

Los derechos de las acciones ordinarias y las preferidas surgen de los artículos 319 a 331 de la Ley de sociedades comerciales N° 16.060. Según estas normas las acciones preferidas, además de los derechos de las ordinarias, ciertos derechos adicionales (art. 323 de la ley) y que refieren a rendimientos especiales en determinadas condiciones de distribución así como preferencia en el reembolso del capital en casos de liquidación y elegir determinado número de directores. Como fuera explicado en el segmento anterior, con las modificaciones operadas en la última reforma estatutaria y a efectos de

vehicular la emisión de marras (cláusula 5 de los Estatutos), se eliminó el dividendo especial que tenían y asimismo se les quitó el derecho a voto.

En la especie **se mantiene únicamente la preferencia de reembolso de capital en caso de liquidación y el derecho a elegir uno de los miembros del Directorio**. Por tanto, el inversor deberá tener presente en primer lugar y en lo medular, **que no existe preferencia en el derecho a la percepción de dividendos; en esto concurre *pari passu* con las acciones ordinarias**, esto es, en igualdad de condiciones, a prorrata. De suyo, los dividendos que ordena la ley (ordinario anual) dependerán de la disponibilidad de flujo en condiciones de ser distribuido de acuerdo a la respectiva aprobación de distribución que hará la Sociedad, de corresponder.

A esto debemos añadir el orden de prelación que tendrá la Distribución del Flujo de Fondos: 1) En primer lugar y en forma concomitante con la obtención del préstamo a largo plazo y la emisión proyectada, se cancelará el financiamiento puente (capital e intereses); 2) durante la vida operativa del Parque, se pagarán intereses y amortización de la deuda del Financiamiento de Largo Plazo; 3) Luego todos los gastos de administración y operación y los tributos que graven a la Sociedad y 4) en último lugar, se pagará *pari passu* el Dividendo Ordinario, a las Acciones Preferidas y Ordinarias.

En cuanto a la privación de derecho a voto de las Preferidas, si bien está habilitada por el inciso final del artículo 323, se establecen dos excepciones que conviene anotar. En efecto dice la ley *“excepto en las asambleas ordinarias cuando la sociedad se encuentre en mora en el cumplimiento de los derecho acordados y en las asambleas extraordinarias que consideren resoluciones o reformas que den derecho a receso”*.

Por su parte, se debe tener en cuenta que en la última reforma estatutaria, el artículo 16 referido al quórum de las Asambleas y las mayorías requeridas para ciertas resoluciones, dispone que para resolver sobre: la reforma del estatuto; la distribución de dividendos; aumento, reducción, o reintegro de capital integrado; transformación, fusión, escisión, disolución anticipada y liquidación de la Sociedad y rescate o amortización de acciones, se requerirá el voto afirmativo de accionistas que representen el 85% del total de acciones con derecho a voto.

(iv) Derecho de los accionistas al momento de la extinción del Parque Eólico.

El título sugiere un escenario que conviene precisar. La Sociedad tiene un plazo de 100 años y más allá que es el vehículo jurídico para llevar adelante el emprendimiento eólico Valentines, lo cierto es que su objeto social es más amplio: *“realizar por sí o por intermedio de terceros o asociada a terceros (...) planificación, constitución, construcción, compra venta, administración, operación, mantenimiento y/o gestión comercial de plantas de generación de energía eléctrica de fuente renovable no tradicionales...”* (Fragmento del artículo 4 del Estatuto). Por lo cual, la circunstancia que la vida útil de los molinos se establezca en 20 años - entendida como capacidad de generar energía a un precio rentable -, y que por esa razón todos los contratos del proyecto hayan adoptado el mismo plazo; no implica *per se* que la sociedad deba extinguirse o liquidarse. Se cumpliría el objeto en cuanto a la explotación del Parque Valentines, pero ello no implica agotamiento total del objeto como causal legal de extinción. Tampoco estaríamos ante una hipótesis de *default* que justificara una situación concursal, pues el Parque habría cancelado con su flujo (energía vendida durante los 20 años del PPA), el financiamiento a largo plazo, todos los gastos asociados y los dividendos a los accionistas.


Esto es una diferencia importante en relación a las experiencias estructuradas a través de Fideicomisos Financieros, que por su propia naturaleza, tienen una existencia acotada temporalmente al cumplimiento del encargo fiduciario.

En el presente caso, se entendió conveniente dejar abierta la solución para un momento próximo al vencimiento de los contratos. En dicha oportunidad, la UTE tendrá que decidir si desmonta el Parque (hipótesis prevista en varios contratos), procediendo a la venta de los activos remanentes con las distribuciones que correspondan o decidirá implementar un nuevo proyecto de generación de energía, hipótesis que por obvias razones excede el alcance del presente informe. Por todo ello, los inversores deberán tomar debida cuenta de este aspecto a la hora de tomar la decisión de invertir en la emisión proyectada.

V – CONCLUSIÓN.

A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, la estructura jurídica adoptada se adecua al marco normativo vigente y no se advierten riesgos en el proceso de emisión de oferta pública proyectado.

Montevideo, 29 de julio de 2016.-



Dr. Leandro Rama