

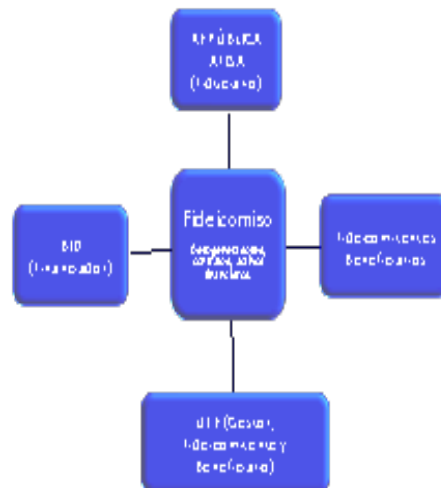
**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO
DE CERTIFICADOS DE
PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO
FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
ARIAS”**

Montevideo, diciembre de 2016

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FICEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
21	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
25	V EL ENTORNO
28	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de Calificación de Certificados de Participación de Oferta Pública:
Denominación: FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS
22 -12-2016**

Fiduciario:	República AFISA
Fideicomitente, Gestor, Beneficiario:	UTE(Usinas y Trasmisiones Eléctricas)
Monto de la Emisión:	Hasta U\$S 60 millones; total suscripto U\$S 53.6 millones
Fecha de Emisión:	23 de diciembre de 2015
Plazo:	hasta la extinción del fideicomiso, prevista en 20 años y no más de 30 años..
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo S.A.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo S.A.
Bienes Fideicomitados:	(entre otros) Aportes de suscriptores incluso UTE, aerogeneradores, contratos, activos financieros.
Calificación:	A (uy);
Vigencia :	semestral ¹ .
Análisis Jurídico:	Dr. Leandro Rama Sienna (Anexo 1 informe original de calificación)
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.



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

Resumen General

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

Esta calificación analiza el riesgo de los beneficiarios de alcanzar una adecuada rentabilidad producto de la explotación de un parque eólico que se comenzó a construir el 23 de mayo de este año en la colonia ARIAS.

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 que en esta actualización se reiteran son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe elaborado por el asesor jurídico de CARE el Dr. Leandro Rama Sierra y que se anexara al informe de calificación.
- Debe destacarse que la construcción del parque eólico se realiza mediante un contrato llave en mano con una empresa de primer nivel (GAMESA EÓLICA SL) acordado y controlado por UTE. Esta empresa pública es la gestora del proyecto velando por su ejecución, por la obtención de todos los contratos y autorizaciones necesarias para su ejecución, y blindando con su participación varios riesgos característicos de este tipo de proyectos. Por ejemplo, se prevén intervenciones para mitigar significativamente el riesgo constructivo, tales como el pago como si se generara energía aun no terminándose la construcción del Parque en tiempo y forma. Por otra parte, aportó el 20% del monto total de la emisión canjeable por Certificados de Participación, se compromete a recibir toda la energía generada y a pagarla a un precio determinado. Para la ejecución del proyecto se gestionó un crédito que junto a la emisión lo financiarán. Adicionalmente, UTE se obliga a aportar fondos por hasta ocho millones de dólares para finalizar el Proyecto, en el caso que los fondos obtenidos por el préstamo y los recibidos por la emisión de CPs no sean suficientes para lo originalmente presupuestado.
- El operador, es decir, la empresa que provee los aerogeneradores, los instala y supervisa su funcionamiento por cinco años renovables; es una empresa de primer nivel reconocida en esta materia. (Sección III).

². CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

- El gestor es UTE, quien es a la vez fideicomitente, beneficiario de Certificados de participación, 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 los CPs. Por otra parte la responsabilidad económica en que incurre en sus eventuales intervenciones representa una cifra menor respecto de su facturación y de su patrimonio.
- El funcionamiento de acuerdo a lo oportunamente diseñado, para un proyecto análogo (el fideicomiso financiero del Parque Eólico Pampa), constituye una referencia favorable en tanto a la fecha de redactar este informe prácticamente ha culminado la etapa constructiva en forma satisfactoria.
- El fiduciario es República AFISA, de comprobada trayectoria en el negocio fiduciario.
- El factor de utilización de los molinos, que expresa en términos físicos la cantidad probable de energía a ser generada, fue chequeado en su momento por diversos estudios que lo entienden razonable. El precio de la energía, como se señaló, es fijo y se actualiza según la paramétrica utilizada en otros contratos similares.
- Se trata de 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 sería del 10,44% (Ver Sección IV de la presente actualización).
- Asimismo, es un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos una rentabilidad razonable para los inversores beneficiarios de los Certificados de Participación, 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 beneficiarios de los CPs. Nuevas estimaciones (TIR y sensibilizaciones) eventualmente corresponderán cuando el parque esté produciendo energía, lo que aún no ocurre.
- Existen disposiciones de gobierno corporativo recogidas en el contrato de fideicomiso que establecen un equilibrio entre la administración y la representación de los beneficiarios ejercida por la Bolsa de Valores de Montevideo S.A.
- El proyecto forma parte de una política de aceptación general así como de un plan estratégico de UTE que se viene desarrollando desde hace años como figura en el prospecto.

- Asimismo el proyecto cuenta con el antecedente de uno similar cuya emisión se produjo exitosamente en 2015 y prácticamente se encuentra ejecutado en su totalidad. (Fideicomiso Financiero Pampa).
- Ya se ha firmado el contrato de financiamiento a largo plazo; se configuraron los hechos que pone en funcionamiento el contrato de construcción y Gamesa constituyó las garantías de fiel cumplimiento requeridas. La obra dio comienzo en el mes de mayo de 2016.
- 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 actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero ARIAS”.

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, una expectativa de rentabilidad aceptable. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (T.I.R) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE 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 el alcance de objetivos constructivos y de generación de energía que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación. Tanto al construir como al ir comercializando la energía generada, el fideicomiso confía estas actividades a adecuadas capacidades profesionales.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contó oportunamente con los servicios jurídicos del Dr. Leandro Rama Sienra, cuyo informe se adjuntó en ocasión de la calificación original.

Esta calificación, se actualizará semestralmente cada año a partir del cierre del primer ejercicio del Fideicomiso. 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 semestrales previstos. El fiduciario y el gestor se comprometen a proveer esta información. CARE por otra parte realizará sus propias inspecciones in situ de considerarlas necesarias. En tanto la construcción comenzó el 23 de mayo, no se dispuso del informe del gestor al 30 de junio, que se recibirá al 31 de diciembre.

Como ya se ha manifestado, UTE en su calidad de gestor ha tramitado la autorización ambiental previa requerida por el Decreto 349/005³. Asimismo por Resolución presidencial de fecha 23 de febrero de 2016 se aprobó la autorización para la generación de fuente eólica según el Decreto 360/002.

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\$ 178 millones aproximadamente (según modelo de negocios presentado en las planillas adjuntas al prospecto de emisión). No obstante, la construcción financiera del Proyecto asegura fondos disponibles para la ejecución del mismo ante la eventual existencia de algunos desvíos en el presupuesto con determinados límites.

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

El parque se está construyendo en Colonia Arias del Instituto Nacional de Colonización ubicada en el departamento de Flores localizada a 20 km de la ruta No. 3 a la altura del km 132. En esa localidad UTE posee una medición de viento con resultados altamente favorables para el aprovechamiento eólico. Esos estudios, ratificados por una firma independiente (DNV-GH), contratada por el BID, determinaron que la zona escogida es una de las mejores en el país para llevar adelante este tipo de emprendimientos.

³ "Por resolución de la DINAMA – MVOTMA N° 1063 del 27 de agosto de 2015, se concedió la Autorización Ambiental Previa a la UTE para el proyecto de instalación del Parque Eólico Arias, compuesto por 35 aerogeneradores y con una potencia total de 70 MW".

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de un contratista que realiza la construcción del parque bajo la modalidad llave en mano. Durante el mes de Mayo de 2013 se realizó una convocatoria a la cual se invitó a 11 fabricantes mundiales con reconocida trayectoria en este tipo de emprendimientos. En Agosto de 2013 se recibieron 8 ofertas, las cuales fueron evaluadas en forma detallada por los equipos técnicos y financieros de UTE. Finalmente, en Agosto de 2014 se seleccionó a GAMESA EÓLICA SL, una empresa líder mundial en construcción y operación de parques eólicos, y con una presencia destacada en el mercado nacional. De acuerdo a los requerimientos del proceso de selección, los contratistas presentaron ofertas indicativas de financiamiento de largo plazo, las que fueron un elemento importante en la evaluación de los distintos candidatos. En el caso de GAMESA EÓLICA SL, la oferta de financiamiento fue presentada por el Banco Interamericano de Desarrollo.

El Proyecto está compuesto por 35 aerogeneradores, de 2.0 MW de potencia unitaria, totalizando 70 MW. El factor de capacidad aportado por el proveedor para ese modelo de aerogenerador y con el layout ofertado, fue de 54.2%. Dicho factor fue revisado por los especialistas de UTE considerando los resultados de la auditoría de viento realizada y una adecuación del layout a los terrenos en función de las negociaciones con los propietarios de dichos predios obteniéndose un factor de capacidad ajustado de 48,8%. Por su parte, la evaluación energética realizada por la consultora independiente DNV-GH contratada para asesorar a los financiadores, le asigna un factor de capacidad de 49,44%, factor con el cual se lleva a cabo la evaluación económica del proyecto. La generación estimada es de 303,15G KWh/año.

El costo total del Proyecto se estima en U\$S 178 millones, que se financiará aproximadamente en un 70% con cargo a un crédito internacional de largo plazo, y el resto será aportado por la emisión de los certificados de participación (CPs) del Fideicomiso. Este crédito, con el BID, ya está concedido.

El fideicomiso financiero se conforma con los bienes fideicomitidos que se detallan en la Sección II y se denomina "FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS. El 23/12/15 RAFISA, en su calidad de fiduciario, emitió certificados de participación por U\$S 42.6 millones los que fueron integrados al contado. El total suscripto fue de U\$S 53.6 millones sobre un total autorizado de U\$S 60 millones.

Este fideicomiso es análogo a otro anterior (Fideicomiso Financiero Pampa) que fue emitido en dos etapas, marzo y setiembre de 2015. El proyecto es similar en lo respectivo a su estructuración financiera así como en las características técnicas que lo sustentan.

Asimismo y en diciembre del corriente se está ofreciendo públicamente el 80 % del paquete accionario, en acciones preferidas, de AREAFILIN SA propiedad de UTE quien se reserva el 20 %, con el fin de explotar el Parque Eólico Valentines, ya construido, en un esquema diferente aunque análogo al presente.

Información analizada:

La información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Informe de calificación original realizado por CARE
- Informe de calificación de Fideicomiso Financiero Pampa
- Informe de calificación de acciones preferidas emitidas por Areaflin
- EE.CC fideicomiso al 30/06/16
- EE.CC fiduciaria al 30/06/16
- Comunicación de UTE sobre el comienzo de las obras el 23 de mayo.

Hechos destacados del periodo

- UTE informa que el 23 de mayo de 2016 comenzaron las obras
- El 29/7/16, RAFISA presentó el proyecto a la COMAP a efectos de obtener los beneficios fiscales previstos en la Ley No. 16.906
- El 22/11/16, el Poder Ejecutivo declara promovida la actividad del proyecto de inversión presentado por el fideicomiso 140611/2015 para la instalación y montaje de un parque de generación de energía eólica por un monto de UI 1.409.953.870 disponiendo las exoneraciones fiscales correspondientes.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: "FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS".

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

Operador: GAMESA EÓLICA SL

Gestor: UTE

Entidad

Representante: Bolsa de Valores de Montevideo.

Cotización: Bolsa de Valores de Montevideo y BEVSA

Títulos

emitidos: Certificados de participación de oferta pública.

Bienes

fideicomitidos: Todos los activos del Fideicomiso, por ejemplo importes integrados, fondos aportados por UTE, los aerogeneradores, los créditos emergentes del contrato PPA, colocaciones transitorias, etc.

Importe de

la emisión: U\$S 53.6 millones

Calificación de

Riesgo de

los certificados de

participación: A (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I (Informe de Contingencias Jurídicas) del informe de calificación original realizado por CARE en octubre de 2015. El mismo procuraba descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. No hay cambios en ese sentido por lo que las conclusiones allí expresadas siguen siendo válidas y, en consecuencia, no justifica reiterar dicho informe. De todas formas, sí se reiteran los principales aspectos del mismo.

Del mismo se destaca por ejemplo que: *“En cuanto a la adecuación de la estructura analizada con el orden jurídico vigente, el Contrato (de fideicomiso) cumple con las normas legales y reglamentarias que disciplinan el fideicomiso financiero, el especial los artículos 25 a 33 de la Ley 17.703.”(II B3).*

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

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

Y su conclusión final:

“Podemos adelantar como concepto general que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero en cuanto a su constitución formal y aspectos subjetivos relacionados con la capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten problemas jurídicos estructurales que comprometan en forma insalvable la satisfacción del derecho de participación que otorgan los Valores a emitirse.”

Por las características de esta calificación, el informe jurídico cobra singular relevancia, dado por ejemplo la cantidad de contratos que han debido analizarse, temas de derecho público tanto como privado, etc.⁴.

3. Riesgos considerados

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

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

⁴ Para verificar y profundizar todos estos aspectos, véase el Anexo I del informe de calificación original.

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

a. Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC intermedios al 30/06/2016, que cuentan con informe de revisión limitada independiente (Deloitte), la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 549.466. Esto supone una disminución del orden del 11 % respecto al que tenía al 31/12/2015; esto se explica por la distribución de dividendos realizada en el período. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 5,96. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/6/16	31/12/15	31/12/14
Activo	622.793	714.204	535.512
Activo Corriente	310.980	457.830	339.206
Activo no Corriente	311.813	256.374	196.306
Pasivo	73.328	96.271	66.646
Pasivo Corriente	52.155	87.650	59.985
Pasivo no Corriente	21.173	8.621	6.662
Patrimonio	549.466	617.932	468.866
Pasivo y Patrimonio	622.793	714.204	535.512
Razón Corriente	5,96	5,22	5,65

Fuente: EE.CC RAFISA

La firma muestra una disminución en su facturación en relación al primer semestre del ejercicio anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado (primer semestre de 2016 comparado con primer semestre de 2015). En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos en el semestre referido para los dos últimos años. A modo de información, se agregan los resultados alcanzados por RAFISA en los dos últimos ejercicios completos.

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

Concepto	30/6/16	30/6/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	168.648	194.357	321.020	270.138
Gastos de Adm y Ventas	(96.925)	(101.040)	(206.613)	(191.557)
Resultado Operativo	71.723	93.317	114.408	78.581
Resultados Diversos	3	23	41	597
Resultados Financieros	33.115	39.940	84.555	38.125
IRAE	(24.241)	(27.139)	(49.938)	(22.255)
Resultados del Ejercicio	80.600	106.141	149.066	95.047

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2016, RAFISA mantenía la administración de 44 fideicomisos y un fondo de inversión distribuidos en áreas diversas. A vía de ejemplo, 11 fideicomisos por recuperación de carteras; 14 con intendencias municipales; 7 con instituciones de asistencia médica colectiva; 3 para desarrollar parques eólicos entre otros. Es decir, pese a la caída parcial de facturación mantiene o incrementa la cartera de clientes y su diversificación lo que garantiza su idoneidad para la función.

b. Operador, constructor

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de un contratista que realizará la construcción del parque bajo la modalidad llave en mano. Durante el mes de mayo de 2013 se realizó una convocatoria a la cual se invitó a 11 fabricantes mundiales con reconocida trayectoria en este tipo de emprendimientos. En agosto de 2013 se recibieron 8 ofertas, las cuales fueron evaluadas en forma detallada por los equipos técnicos y financieros de UTE. Finalmente, en agosto de 2014 se seleccionó a Gamesa Eólica SL, una empresa

española de reconocida trayectoria mundial en construcción y operación de parques eólicos y con una presencia destacada en el mercado nacional. De acuerdo a los requerimientos del proceso de selección, los contratistas presentaron ofertas indicativas de financiamiento de largo plazo, las que fueron un elemento importante en la evaluación de los distintos oferentes. En el caso de Gamesa, la oferta de financiamiento fue presentada por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) incorporando una co-financiación de China y la participación de un financiamiento adicional en la modalidad "A/B Loan", de manera de completar el porcentaje de apalancamiento adecuado al proyecto. Este proceso formó parte del análisis de contingencias jurídicas realizado por CARE.

Habiéndose cerrado el financiamiento de largo plazo y conforme a disposiciones contractuales la obra puede dar comienzo y de hecho lo hizo el 23 de mayo de 2016.

La actuación de Gamesa se encuentra regulada mediante dos contratos: a) Contrato de Construcción Llave en Mano y b) Contrato de Operación y Mantenimiento.

Perfil del operador

En ocasión de la calificación original se dio cuenta de la solvencia técnica y los antecedentes de la firma para llevar adelante este tipo de emprendimiento. Esto no ha cambiado por lo que se considera innecesario reiterarlo, en consecuencia en esta sección se realizará el seguimiento de su situación económica financiera en base a la memoria anual publicada por la firma.

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 3: Estado de Situación consolidado			
(millones de euros)	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 4: 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/ acción	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.

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.

c. UTE, gestor.

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

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

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

Se compromete a **aportar** los eventuales sobrecostos que pudiera haber en la construcción del parque, no previstos en el presupuesto original por hasta un monto de U\$S 8 millones.

Se compromete a **rescatar** los CP's en caso que hubiera que liquidar el fideicomiso por no contar con el financiamiento a largo plazo para lo cual hay un plazo de 210 días y se le asegura a los beneficiarios un rendimiento de 4% anual desde la fecha de emisión hasta la fecha de la cancelación anticipada.

Finalmente, es **beneficiario** de CP's comprometiéndose a comprar anticipadamente por un valor equivalente al 20 % del total de la emisión. Esto se produjo en diciembre de 2015 habiendo suscripto e integrado certificados por un valor de U\$S 10.720.000.

Interesa entonces analizar su capacidad en tres dimensiones: jurídica, técnica y económico financiera. La capacidad jurídica y técnica de la UTE fue demostrada en ocasión de la calificación original por lo que se considera innecesario reiterar acá; en consecuencia en esta sección se hará solo el seguimiento de su evolución económico financiera.

Capacidad económica financiera

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

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

CUADRO 5: Estado de Sit. Patrimonial consolidado			
(millones de \$)	2015	2014	2013
Activo Corriente	23.886	19.719	15.558
Activo no Corriente	185.146	141.742	115.397
Total Activo	209.032	161.461	130.955
Pasivo Corriente	19.553	14.559	11.085
Pasivo no corriente	68.784	42.427	21.057
Total Pasivo	88.337	56.986	32.142
Patrimonio	120.695	104.475	98.813
Total Pasivo y Patrimonio	209.032	161.461	130.955
Razón Corriente	1,22	1,35	1,40

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

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

CUADRO 6: Estado de Resultados consolidado			
(millones de \$)	2015	2014	2013
Ingresos de explotación	40.343	39.061	36.258
Costos de explotación	(24.204)	(20.548)	(21.573)
Resultados de explotación	16.138	18.513	14.685
Gastos Adm. y Ventas	(8.583)	(7.136)	(7.188)
Resultados diversos	(630)	(219)	(422)
Resultados financieros	(1.624)	(1.196)	(786)
Resultados antes impuestos	5.301	9.962	6.289
Impuesto a la renta	620	1.087	199
Resultado neto del ejercicio	5.921	11.049	6.488
Otros Resultados Integrales	1.981	37	
Resultado Integral Ejercicio	7.902	11.086	6.488

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

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

UTE ha demostrado, además, tener un buen acceso al mercado bancario y financiero de corto y largo plazo como lo demuestran múltiples operaciones de este tipo. Incluso a través de emisiones de obligaciones negociables de oferta pública, por la cual ha recibido la calificación AAA (grado inversor máximo). Una operación similar a esta pero de mayor dimensión (PAMPA) tuvo un éxito significativo en su salida al mercado de valores (comienzos de 2015) con una demanda del público minorista que triplicó la oferta demostrando una gran confianza en el producto y en la empresa gestora. Esta misma emisión, ocurrida en diciembre de 2015, tuvo similar aceptación.

Por otra parte, la magnitud de los compromisos asumidos en esta operación en relación a su patrimonio y facturación es muy baja. En efecto, el compromiso cierto es invertir un máximo equivalente al 20 % millones en CP's (la integración efectiva realizada en diciembre de 2015 fue de U\$S 10.720.000) y eventualmente, de existir sobrecostos en la obra, debe asumirlos hasta un máximo de U\$S 8 millones. Ambas contingencias sumadas, alcanzan la cifra de U\$S 18.72 millones (poco más del 1% de la facturación del año 2014). Es de hacer notar, además, que la inversión total prevista es de U\$S 178 millones para financiar los cuales se gestionó un préstamo a largo plazo de U\$S 124.5 y una emisión de CP's por U\$S 53.6 millones. El precio a pagar por el contrato "llave en mano" es de U\$S 154.2 millones más \$ 91.2 millones lo que hace un total del orden de U\$S 157.3 millones el resto lo componen básicamente costos de financiamiento. Vale decir que el margen de desvíos en el presupuesto que harían que la UTE tuviera que complementar con U\$S 8 millones y aún quedara algo sin financiar y pusiera en peligro la terminación de la obra, se considera muy bajo.

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

El Fideicomiso

Si bien el contrato de constitución se firmó el 12 de setiembre de 2014, de hecho, comienza con la emisión de certificados de participación el 23 de diciembre de 2015 por U\$S 42.6 millones y las obras, como ya queda dicho, comenzaron el 23/5/16; es decir, el fideicomiso se encuentra aún en fase pre operativa.

En consecuencia, su estado de situación al 30 de junio de 2016, que se recoge en el cuadro siguiente, refleja movimientos básicamente financieros y muy poco de una obra recién iniciada.

CUADRO 7: Estado de Situación del FF		
(miles u\$s)	30/06/16	31/12/15
Activo	42.372	46.410
Activo Corriente	24.038	43.855
Activo no Corriente	18.334	2.555
Pasivo	152	4.136
Pasivo Corriente	152	4.136
Pasivo no Corriente	-	-
Patrimonio	42.220	42.274
Pasivo y Patrimonio	42.372	46.410
Razon Corriente	158,14	10,60

Fuente: EE.CC FF Arias

En el activo corriente se puede observar la disponibilidad de los CP's integrados que incluyen la prima por emisión. Por otra parte se informa que fueron suscriptos otros U\$S 11 millones aún no integrados. En total, el monto de CP's suscriptos fue de U\$S 53.6 millones.

La distribución del capital suscripto fue la siguiente:

- Primera etapa, inversores minoristas: U\$S 14.897.400 ya integrados.
- Segunda etapa, UTE: U\$S 10.720.000 ya integrados.
- Segunda etapa, otros mayoristas: U\$S 27.982.600; de estos restan integrar U\$S 11 millones a requerimiento del fiduciario.

En el activo no corriente figuran algo más de U\$S 100 mil por costos incurridos en la obra (algo más de un mes) y una cifra superior a U\$S 15 millones como anticipo al proveedor Gamesa, tal cual lo estipulado. Todos esos gastos se hicieron con cargo a la emisión ya que el crédito tomado no registra aún ningún desembolso.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario 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 operador (Gamesa); el gestor de todo el proyecto – UTE- incluyendo todos los permisos necesarios así como el contralor de la ejecución; y el fiduciario del fideicomiso financiero, República AFISA. Considerando la particular idoneidad demostrada por los tres agentes, su nivel de compromiso y profesionalidad para cumplir con la función prevista en el prospecto y los contratos respectivos; considerando además, que se ha creado una estructura administrativa y de controles para coordinar la actuación de los tres agentes, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administración con las responsabilidades del proyecto es muy bajo.

Riesgo constructivo y de terminación (completion): 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 (“contrato llave en mano”). Además y según se expresa en el contrato respectivo, la empresa contratista ofrece las garantías necesarias⁵ UTE se hace cargo de los sobrecostos y de la demora en la producción de energía mediante compra anticipada. Por otra parte UTE se obliga a realizar aportes por hasta U\$S 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 los Valores. Además y en forma adicional a los aportes que como Fideicomitente UTE se obliga a realizar, para el caso en que por cualquier motivo el Proyecto no se encuentre terminado y en funcionamiento dentro de un plazo de 24 meses desde la Fecha de Inicio del Contrato de Construcción Llave en Mano, UTE se obliga, a partir del mes 25, a adelantar pagos en forma mensual por compras de energía bajo el Contrato de Compraventa de Energía Eléctrica. Al momento actual se ha alcanzado la suscripción de CP's por valor de U\$S 53.6 millones, de los cuales ya se han integrado U\$S 42.6 millones (que incluye el compromiso de UTE) y se firmó el acuerdo de préstamo con el BID que asegura la totalidad del financiamiento del parque. Si bien se trata de otro proveedor, opera como antecedente favorable lo ocurrido en el fideicomiso PAMPA con una estructura similar y cuyo desempeño fue satisfactorio. Con estas disposiciones el riesgo constructivo es mínimo.

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

Riesgo por cambio de operador, Gamesa ha firmado con el fiduciario el Contrato de construcción llave en mano y el Contrato de Operación y Mantenimiento. La eventualidad de su sustitución está prevista en los contratos respectivos aunque refiere a situaciones excepcionales. Riesgo mínimo.

⁵ “A los efectos de asegurar el cumplimiento en la ejecución de la obra en los plazos previstos, se ha establecido un sistema de garantías constituidas por la contratista, que cubren las contingencias de Fiel Cumplimiento del Contrato (depósito bancario del equivalente al 5% del precio), una garantía de contravalor por el 100% del monto anticipado, la que se liberará contra conocimiento de embarque de todos los segmentos de torres, góndolas y palas de los aerogeneradores.”

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El análisis del flujo futuro de fondos depende esencialmente de dos circunstancias; la primera de ellas podría ser una modificación del precio de los bienes comercializados, lo que en este caso no aplica por la forma de venta de la energía producida. El otro cambio podría ser derivado de la cantidad física de energía provista, que tampoco hay razón alguna para cambiar, hasta que el parque instalado "llave en mano" comience a funcionar. Otras circunstancias que debían ocurrir como el contrato de préstamo ya se han verificado. Por estas razones el análisis de la calificación anterior se reitera en sus términos fundamentales. A siete meses del comienzo de la construcción no tiene sentido modificar los supuestos de ingresos y flujos que se resumen a continuación.

1. Resumen financiero

Como se refirió, el parque venderá el 100% de su energía a UTE, a través de un contrato de compraventa de energía (el "PPA") de 20 años de plazo y una inversión, entre CPs, crédito -que supone apalancamiento positivo- y aportes de UTE, de U\$S 178 millones.

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

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

Como fue mencionado anteriormente, el Proyecto plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor 10,42% en el escenario de base. A este respecto y del análisis de los supuestos introducidos en el mismo, vale la pena indicar que resultan razonables en opinión de CARE y de los técnicos consultados.

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

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

2.1. Análisis de sensibilidad

Con el objetivo de modelar el comportamiento esperado de la Tasa Interna de Retorno, se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

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

En este sentido se procedió a realizar dos escenarios calculando se en ambos un rango de tasas internas de retorno. Los mismos difieren del presentado en las planillas anexas al prospecto de emisión, siendo más conservadores que aquel. Dichos escenarios son:

Escenario 1. Se supuso en este caso que el factor de capacidad del proyecto sería inferior al estimado del prospecto. Se tomó como valor de referencia, un factor de 46,33%, valor estimado con un 90% de probabilidad por la consultora DNV-GH. A su vez, se supuso que se comportaría de acuerdo a una distribución normal, con un desvío estándar del 10% ⁶.

Escenario 2. En este caso se estimó que la generación de ingresos del parque solo permitiera cubrir sus costos operativos y el servicio de la deuda con el BID. 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 para los supuestos del flujo de fondos, honrar el crédito pero no alcanzar una TIR positiva.

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

Resultado del Escenario 1.

La TIR esperada para el inversor en el escenario 1 (adverso) en CPs alcanzaría el 8.4% con un valor mínimo de 4,6% y un valor máximo de 13,6%. A su vez, existe un 99% de probabilidad que la TIR del inversor sea mayor al 5%. Por otra parte es nula la probabilidad de una TIR con valores negativos.

⁶ Este rango procede de estudios técnicos para Uruguay que obran en poder de CARE.

Resultado del Escenario 2.

Adicionalmente, se estimaron las condiciones para la ocurrencia del denominado escenario 2. La ocurrencia del mismo supone que el parque proyectado operaría con un factor de capacidad del 33,4%. Dada la información disponible respecto de otros parques, y consultas realizadas por CARE con informantes calificados, la probabilidad de ocurrencia de este escenario sería muy baja o prácticamente nula. Incluso, si se definiera un escenario para remunerar el crédito y alcanzar una TIR de 0, el factor de planta necesario sería aproximadamente de 37%, también por debajo del promedio nacional con otra tecnología.⁷

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

TIR	Esc. 1	Esc. 2
máxima	13,6%	
media	8,3%	TIR inversor = 0
mínima	4,6%	Factor Planta = 37 %

Fuente: CARE

* para que la TIR del inversor sea igual a cero, el factor de planta es del 37%

Lo anterior permite concluir, que el proyecto presenta una sólida expectativa de alcanzar tasas de retorno del inversor atractivas. Aún frente a contingencias adversas como la descrita en el Escenario 1, el rango de valores esperados se sitúan entre 4,6% y 13,6%; con una probabilidad del 99% de que se alcance un retorno para el inversor superior al 4% (ver Cuadro 8).

2.2 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del Plan de Negocios presentado, CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁸) del presente proyecto. El mismo se obtiene considerando los costos o retribución correspondiente de las diferentes fuentes de recursos, ponderadas por su participación en la estructura de financiamiento. En este caso el costo de la deuda sería la tasa de interés correspondiente a la operación de crédito con el BID en tanto que se calculó el rendimiento requerido por el capital invertido en Certificados de Participación (fondos propios) y se ponderó el mismo por el peso de estos en las fuentes de financiamiento.

Aplicando valores actualizados se llegó a una tasa de retorno esperada para el capital inferior a la TIR esperada del inversor en CPs en el prospecto (10,42%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de los CPs. A su vez, los movimientos en las tasas de interés internacional deberían afectar los retornos promedios estimados por Damodaram.

Finalmente, si consideramos esta tasa junto a la del costo del crédito y las participaciones de ambas fuentes de financiamiento, la tasa de descuento (WACC) aplicable a este proyecto sería de 8,50 %, sensiblemente inferior a la TIR del proyecto.

⁷. Pérez Benech, Daniel y Cataldo José: "Analysis of the uruguayan large scale wind energy generation an its energetic....."

⁸. Weighted Average Cost of Capital

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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. El riesgo de generación de flujos para generar rentabilidad a los CP es bajo por la baja probabilidad (casi nula) de que el factor de capacidad sea menor a 37%, que es el que en un escenario como el que se describió, pagaría el crédito y dejaría la TIR del inversor en 0. Riesgo bajo.

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

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

V. EL ENTORNO

Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, externos al proyecto, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo por ejemplo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de la perspectiva de su mantenimiento. En este caso la generación de flujos no tiene vínculo alguno con el desempeño de algún negocio o mercado concreto a ser evaluado en su capacidad de generar flujos ya que el precio de venta de energía es fijo. Algo análogo ocurre con las cantidades generadas en el tiempo. No hay por tanto una oferta y demanda a analizar ya que el flujo se genera por decisión de la UTE, y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos. En consecuencia no corresponde el análisis del llamado **riesgo mercado**. Sí en cambio corresponde evaluar lo que genéricamente llamamos riesgo político, vinculado a la probabilidad de mantenimiento de las políticas públicas que dan lugar a esta construcción financiera.

El riesgo político se va a analizar en tres enfoques: el de la política energética, en particular en lo que refiere a la de generación de energía eólica; el de la continuidad de las decisiones de su principal ejecutor, la UTE; y el de su consistencia con consideraciones del riesgo contingente del Uruguay. Al final se harán consideraciones sobre otro aspecto de riesgo sistémico, el asociado al cambio técnico en la generación de energía eólica.

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

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

En línea con lo anterior, la emisión del Fideicomiso Financiero Pampa realizada en marzo de 2015 para la construcción de un parque eólico de 141,6 MW reafirma lo planteado párrafo arriba. Además, la emisión reciente de acciones preferidas para la explotación de otro parque eólico construido en la localidad de Arias ratifica los objetivos marcados.

Queda claro pues que la construcción del Parque es consistente con una política de largo plazo, de amplia base política de aprobación, siendo asimismo funcional a sus metas para el año 2016.

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

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

Más allá de la estabilidad económica del gestor, corresponde analizar la construcción 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).¹⁰.

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 mientras que en 2015 representó 4.6 % cuando aún no han comenzado a producir energía este y otros parques ya referidos. En el cuadro siguiente se puede apreciar la evolución de la producción eléctrica y sus distintas fuentes.

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

CUADRO 9: Potencia instalada UTE según fuentes (MW)

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

Fuente: UTE en Cifras, página WEB oficial

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

Por otra parte y aunque no tiene que ver con los ingresos por venta de energía ya que estos están fijos por la modalidad del contrato PPA, constituye un hecho importante considerar que a juzgar por parámetros internacionales de comparación, cabe esperar un aumento de la demanda doméstica de energía, consistente con este aumento de la oferta. Así lo indica el cuadro siguiente que muestra que el consumo nacional, si bien crece más que el promedio mundial, no alcanza todavía el promedio del mundo. La información se encuentra actualizada a noviembre de 2016

CUADRO 10: Cons. anual de Kw/cápita países selec.

	2010	2011	2012	2013	2013/2000
Alemania	7162	7146	7270	7019	1,06
Arabia Saudita	8022	7870	8405	8741	1,50
Argentina	2907	2901	2955	3093	1,48
Australia	10740	10712	10398	10134	0,99
Belgica	8388	8021	7987	7967	0,97
Brasil	2381	2394	2462	2529	1,33
Chile	3290	3590	3810	3879	1,56
Colombia	1009	1121	1150	1177	1,40
Costa Rica	1851	1899	1957	1955	1,29
España	5707	5599	5573	5401	1,04
U.S.A.	13395	13240	12954	12988	0,95
Paraguay	1133	1283	1368	1473	1,67
Suiza	8175	7928	7886	7807	1,00
Uruguay	2805	2808	2932	2985	1,47
Venezuela	3288	3336	3413	3245	1,23
Mundo	2981	3031	3064	3104	1,30

Fte. Banco Mundial - Actualizado 11-2016-

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

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

Cabe consignar además, que con el cambio de gobierno y la discusión de la Ley de Presupuesto, se pusieron de manifiesto diferentes visiones sobre el papel de los entes autónomos y su política de inversiones. Una vez procesadas las discusiones, se ha ratificado el proyecto lo que implica una fortaleza agregada.

4. El riesgo de cambio técnico

Cabe preguntarse qué podría pasar a largo plazo si por temas tecnológicos pudieran introducirse otras fuentes de energía que aconsejaran dejar de lado la eólica. O en su caso que otras técnicas permitieran un aprovechamiento mayor de la energía eólica diferente a la prevista con este Parque. Estos elementos podrían hacer caer el precio spot.¹¹ 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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

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

Comité de Calificación

¹² 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.



Martín Durán Martínez



Julio Preve