

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

*Montevideo, marzo de 2018*

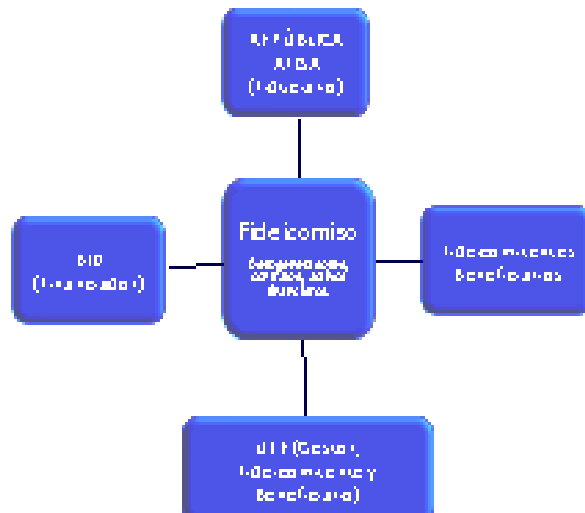
---

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

---

## Actualización de Calificación de Certificados de Participación de Oferta Pública: 26 -de marzo - 2018

<b>Denominación:</b>	FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS
<b>Fiduciario:</b>	República Afisa
<b>Fideicomitente, gestor, beneficiario:</b>	UTE (Usinas y Trasmisiones Eléctricas)
<b>Monto de la emisión:</b>	Hasta U\$S 60 millones; total suscripto U\$S 53.6 millones
<b>Fecha de emisión:</b>	21 de diciembre de 2015
<b>Plazo:</b>	hasta la extinción del fideicomiso, prevista en 20 años y no más de 30 años.
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo SA.
<b>Bienes fideicomitados:</b>	(entre otros) Aportes de suscriptores incluso UTE, aerogeneradores, contratos, activos financieros.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	Certificados de Participación A(uy)
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de noviembre 2018
<b>Análisis de contingencias jurídicas:</b>	Dr. Leandro Rama Sienna (Anexo 1 informe original de calificación)
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.



## 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 ya está generando energía.

### Los elementos más destacados de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe elaborado por el asesor jurídico de CARE el Dr. Leandro Rama Sienra y que se adjuntara como anexo al informe de calificación original.
- Debe destacarse que la construcción del parque eólico se realizó mediante un contrato llave en mano con una empresa de primer nivel (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.
- A partir de mayo de 2017, el parque eólico comenzó a inyectar energía de prueba, la cual se facturó de acuerdo al contrato de compraventa de energía al 80% del precio vigente. El 11 de setiembre de 2017 se obtuvo el Acta de Habilitación Final del parque, fecha desde la cual comenzó a facturar la energía al 100% del precio contractual. A los efectos de determinar el monto de las penalidades se está negociando la fecha definitiva de Recepción Provisional del Parque, que podría ser hacia fines de julio de 2017.
- La totalidad de los aerogeneradores (35) se encuentran generando energía la cual se está facturando al precio acordado, el que es fijo y se actualiza según la paramétrica utilizada en otros contratos similares.
- 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. Aún no se ha cumplido un año de generación plena, por lo que el escaso tiempo transcurrido no permite aún verificar o no si los rendimientos serán los esperados. No obstante para los meses que se dispone de información no parecen existir desviaciones significativas.
- 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.

- Desde el punto de vista económico, la ejecución del contrato de construcción llave en mano se desarrolló de acuerdo a las previsiones presupuestales iniciales, presentando desviaciones muy poco significativas que han sido cubiertas por la contingencia prevista en los flujos del proyecto.
- El financiamiento del proyecto eólico Arias se estructuró 70% con préstamo a largo plazo y 30% a través de la emisión de certificados de participación del Fideicomiso Financiero Arias. Los certificados de participación del fideicomiso se adjudicaron 20% a UTE y 80% a través de subasta pública en el Mercado de Valores.
- Se resalta nuevamente el papel decisivo de UTE gestionando y garantizando diversas contingencias vinculadas con la remuneración de los CP.
- El proyecto forma parte de una política de aceptación general así como de un plan estratégico de UTE que se viene desarrollando desde hace años. En este sentido se destaca la concreción de un proyecto análogo a este, denominado Parque Eólico Pampa y una emisión reciente para la explotación del Parque Eólico Valentines; estos dos ya se encuentran generando y vendiendo energía.
- En cuanto a las políticas públicas, independientemente de cualquier orientación partidaria, las evidencias son claras en cuanto a su mantenimiento. Por otra parte, existen indicios para el crecimiento del consumo de energía, que aseguran la pertinencia de este tipo de emprendimientos, tanto a nivel del país como en comparación con otras naciones.

## 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 no obstante una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, una expectativa de rentabilidad aceptable. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (T.I.R) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto. En 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.

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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Agr. Adrián Tamber 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 periódicamente no obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años se considerarán tales, además, la evaluación que haga UTE de la gestión operativa del parque eólico, la que se recogerá en los informes semestrales previstos.

## **Antecedentes generales, hechos salientes del período e información analizada**

### **a) Antecedentes generales**

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

El Proyecto consiste en la construcción y operación de una central de generación eólica de aproximadamente 70 MWh (35 aerogeneradores de 2 MWh), 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 parque se construyó en la Colonia Arias del Instituto Nacional de Colonización ubicada en el departamento de Flores localizada a 20 km de la ruta No. 3 a la altura del km 132. En esa localidad UTE posee una medición de viento con resultados altamente favorables para el aprovechamiento eólico.

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

La fecha para la recepción provisional del suministro prevista inicialmente de acuerdo al contrato presentado por la contratista era el 30 de junio de 2017. Posteriormente, a través de adendas contractuales y en virtud del acaecimiento de Causas de Fuerza Mayor y Hechos Excusables previstos en el contrato de construcción, se reconocieron días adicionales a dicho plazo, situando la recepción provisional garantizada por la contratista para fines de julio de 2017. No obstante ello, se ha constatado un retraso en la construcción del parque, cuyas pruebas de funcionamiento finalizaron en setiembre de 2017. Respecto a este tema, se está desarrollando en la actualidad un proceso de cierre de proyecto que culminará con la determinación del listado de tareas pendientes, la fecha de Recepción Provisoria comprometida final y las penalidades definitivas aplicables a Gamesa.

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 llevó a cabo la evaluación económica del proyecto. La generación estimada es de 303,15GKWh/año.

El costo total del Proyecto se estimó en U\$S 178 millones, que se financió en un 70% con cargo a un crédito internacional de largo plazo, y el resto aportado por la emisión de los certificados de participación (CPs) del Fideicomiso.

La ejecución financiera del proyecto se desarrolló de acuerdo al presupuesto establecido, presentando algunos sobrecostos relativos básicamente a pagos de tasas e impuestos no alcanzados por los beneficios fiscales otorgados por la promoción de la inversión. Buena parte de esos costos no contemplados refieren al IVA de algunos componentes, que al ser básicamente financieros se irán recuperando en la medida que el FF Arias vaya facturando la energía.

Los sobrecostos incurridos hasta el momento ascienden a USD 1.478.479 que representan aproximadamente un 30% del total del monto de contingencias y se cubre con el propio flujo del proyecto. Es preciso mencionar que además de la asignación para contingencias, establecida en el flujo del proyecto, existe una garantía adicional de UTE para aportar hasta el monto de USD 8 millones por eventuales sobrecostos en caso que dicho flujo fuera insuficiente. Esta partida no representa costos para el proyecto por tratarse de un concepto no reembolsable a UTE, en caso de ser utilizado.

### **b) Hechos salientes del período**

A la fecha se observa lo siguiente:

- El parque comenzó a generar energía de prueba desde mayo 2017 en forma continua, facturándose la misma a un 80% del precio pactado. El 11 de setiembre de 2017 se obtuvo el Acta de Habilitación Final del parque, fecha desde la cual se comienza a facturar la energía al 100% del precio contractual.
- A la fecha de este informe, considerando que aún no se han cerrado los temas relativos a la Recepción Provisional del Suministro, resta realizar el pago del hito final del contrato de construcción llave en mano que corresponde al 10% del monto contractual y como se mencionó anteriormente determinar el monto definitivo de penalidades aplicadas a la contratista.
- Con relación a la generación de energía, es aún acotada la información que se dispone, especialmente teniendo en cuenta que los primeros meses fueron de prueba. Como ya fuera expuesto, el parque comenzó a generar energía de prueba en abril de 2017, cuando se proyectaba que comenzara la generación en el mes de julio de 2017. En el siguiente cuadro se presenta la información de los primeros meses de generación.



**Cuadro 1.- Generación de Energía prevista y real (MWh)**

Mes de producción	MWh		
	Teórico	Real	Diferencia
<b>abr-17</b>	-	1	1
<b>may-17</b>	-	6.933	6.933
<b>jun-17</b>	-	15.386	15.386
<b>jul-17</b>	25.748	24.247	(1.501)
<b>ago-17</b>	25.748	13.166	(12.582)
<b>set-17</b>	24.918	23.721	(1.197)
<b>oct-17</b>	25.748	27.172	1.423
<b>nov-17</b>	24.918	23.749	(1.169)
<b>dic-17</b>	25.748	20.206	(5.542)
<b>Total</b>	<b>152.829</b>	<b>154.580</b>	<b>1.751</b>

Fuente: UTE

Nota: la producción teórica no considera la estacionalidad de los vientos

- Será necesario completar un mayor período de funcionamiento pleno del parque a los efectos de conocer si la generación prevista (estimada sobre la base de un factor de planta de 49,44%), se verifica finalmente.
- El cuadro considera la generación de energía efectivamente volcada a la red, así como también la que por “restricciones operativas” no se pudo despachar. Esta última se origina en momentos que el parque está disponible para generar energía pero ya sea por exceso de oferta de energía para atender la demanda del mercado o por inconvenientes en las redes de transmisión, el Despacho Nacional de Cargas, unidad encargada de determinar el despacho de energía de todo el sistema nacional, indica al parque que restrinja su producción limitando la inyección de energía al sistema nacional integrado. Esta energía que el parque tiene disponible para inyectar pero que no es despachada por causas ajenas al generador, igualmente se factura, ya que así los establece el decreto 59/015 y el contrato de compraventa de energía firmado con UTE.

### c) Información analizada

- Calificaciones realizadas por CARE a operaciones similares (Parque Eólico Pampa y Parque Eólico Valentines)
- Información de generación y facturación, suministrado por UTE.
- Informes de avance al 31/12/2017 elaborado por el Gestor (UTE).
- Estados financieros del fidecomiso auditados al 30/12/17
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/9/17
- EE.CC auditados de UTE al 30/12/16

### 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 los importes integrados por los suscriptores de los valores, fondos aportados por UTE, los aerogeneradores, los créditos emergentes del contrato de compraventa de energía, colocaciones transitorias, etc.

#### Importe de

**la emisión:** U\$S 53.6 millones

#### Calificación de Riesgo de los certificados de

**participación:** A (uy)

#### 2. El análisis jurídico

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

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

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

### 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

#### a. Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC intermedios al cierre del 30/9/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 549.195. Esto supone una disminución del orden del 1,5 % respecto al que tenía al 31/12/2016. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,71. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

**Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)**

Concepto	30-Sep-17	31-Dec-16	31-Dec-15
<b>Activo</b>	<b>618.745</b>	<b>636.880</b>	<b>714.204</b>
Activo Corriente	211.077	219.778	457.830
Activo no Corriente	407.668	417.102	256.374
<b>Pasivo</b>	<b>69.550</b>	<b>78.969</b>	<b>96.271</b>
Pasivo Corriente	44.768	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.782	20.433	8.621
<b>Patrimonio</b>	<b>549.195</b>	<b>557.910</b>	<b>617.932</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>618.745</b>	<b>636.880</b>	<b>714.204</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,71</b>	<b>3,75</b>	<b>5,22</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una disminución en su facturación del orden del 16 % en el periodo cerrado a setiembre de 2017 respecto a igual período del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado ya que los gastos de administración y ventas se mantienen relativamente constantes. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a setiembre de 2017 y su comparativo con el mismo período de 2016 y el último ejercicio completo.

<b>Cuadro 3: Estado de Resultados (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Sep-17</b>	<b>30-Sep-16</b>	<b>31-Dec-16</b>
Ingresos Operativos	197.194	234.357	307.513
Gastos de Adm y Ventas	(158.755)	(150.350)	(217.054)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>38.439</b>	<b>84.007</b>	<b>90.458</b>
Resultados Diversos	339	3	84
Resultados Financieros	13.785	19.309	29.802
IRAE	(11.598)	(24.535)	(31.299)
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>40.965</b>	<b>78.785</b>	<b>89.044</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

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

## **b. Operador, constructor**

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 (Parque Eólico Valentines). Su selección se hizo a través de un proceso licitatorio cuya legitimidad fue analizada y verificada en el informe de contingencias jurídicas que acompañó el informe de calificación original.

Se trata de Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL, filiales de Gamesa Energía SA<sup>1</sup> quién otorgó a aquellas una garantía corporativa por eventuales incumplimientos del "Contrato de Construcción Llave en Mano".

En ocasión de la calificación original se dio cuenta de la solvencia técnica y los antecedentes de la firma para llevar adelante este tipo de emprendimiento. Esto no ha cambiado por lo que se considera innecesario reiterarlo. Por otra parte, la obra ha concluido y ya está operativa, restando únicamente la supervisión de funcionamiento según contrato respectivo y acordar los términos del cierre definitivo para lo cual, además, la empresa ha constituido las garantías requeridas por contrato.. En este sentido, no se advierte riesgo alguno en el cumplimiento de la función de supervisión de parte de una empresa de reputación internacional sujeta a contrato que involucra a una empresa del estado uruguayo.

<sup>1</sup>. En adelante GAMESA

Como se ha dicho, además, la misma empresa ha sido adjudicataria de un contrato similar en otro emprendimiento análogo a este, también calificado por CARE y con resultados satisfactorios, hasta ahora.

### **c. UTE, gestor.**

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

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

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

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

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

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

Algunas de estas obligaciones caducaron sin que fuera necesario ponerlas en práctica, como por ejemplo el rescate anticipado de CP's por falta de financiamiento de largo plazo o el eventual aporte de sobrecostos en una obra que ya culminó.

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

### **Capacidad económica y financiera**

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

A la fecha de esta actualización no se dispone del cierre del último ejercicio terminado (2017) por lo que se reitera el análisis del anterior informe.

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

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

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

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

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

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

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

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

Por otra parte, como ya se ha señalado en anteriores actualizaciones, la magnitud de los compromisos asumidos en esta operación y otras operaciones análogas mencionadas, en relación a su patrimonio y facturación es muy menor. Se concluye entonces que desde el punto de vista económico financiero, la UTE no debería tener problemas de afrontar los compromisos asumidos en este fideicomiso.

### El Fideicomiso

Se constituyó por contrato el 12/9/14 posteriormente modificado sucesivamente el 30/4/15, 16/10/15 y 20/11/15.

La emisión total fue por u\$s 53.6 millones y junto al crédito bancario concretado por u\$s 124 millones, financiaron la totalidad de la obra. Este préstamo, totalmente desembolsado, comenzará a amortizarse en mayo de 2018.

En el ejercicio finalizado el 31/12/17 se realizaron altas de obras en curso y en concesión por u\$s 57.207.003. A esa fecha, la totalidad de los costos incurridos por el contrato "llave en mano" ascienden a u\$s 152.706.919. Este contrato establecía un costo total de u\$s 154.226.600 más \$ 91.225.728. A la fecha la obra se encuentra prácticamente terminada pero, como la fecha de recepción provisional comprometida era junio de 2017 y no se cumplió, se aplicaron retenciones de pagos. Se está negociando el monto final de las penalidades que correspondan, según contrato, por el retraso referido.

El estado de situación al 31 de diciembre de 2017, se recoge en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 6: Estado de Situación del FF (miles u\$s)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/17</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>
<b>Activo</b>	<b>196.678</b>	<b>130.734</b>	<b>46.410</b>
Activo Corriente	44.564	32.573	43.855
Activo no Corriente	152.114	98.162	2.555
<b>Pasivo</b>	<b>141.073</b>	<b>77.766</b>	<b>4.136</b>
Pasivo Corriente	22.868	13.015	4.136
Pasivo no Corriente	118.205	64.751	-
<b>Patrimonio</b>	<b>55.605</b>	<b>52.969</b>	<b>42.274</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>196.678</b>	<b>130.734</b>	<b>46.410</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,95</b>	<b>2,50</b>	<b>10,60</b>

Fuente: EE.CC FF Arias

>

El estado de resultados se informa en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 7: Estado de Resultados del FF (miles u\$s)</b>		
<b>Concepto</b>	<b>31/12/17</b>	<b>31/12/16</b>
Ingresos operativos	10.037	-
Costo de ventas	(4.848)	-
<b>Margen bruto</b>	<b>5.188</b>	<b>-</b>
Gastos de administración	(226)	(172)
<b>Resultado operativo</b>	<b>4.962</b>	<b>(172)</b>
Resultados financieros	(3.598)	(31)
<b>Resultados antes de IRAE</b>	<b>1.365</b>	<b>(203)</b>
IRAE	1.272	(102)
<b>Resultado del período</b>	<b>2.637</b>	<b>(305)</b>

Fuente: EE.CC FF Arias



En lo que tiene que ver con la producción de energía, el operador informa que en mayo de 2017 el parque comenzó a inyectar energía, a modo de prueba, a la red eléctrica de UTE permitiendo al Fideicomiso facturarla al 80 % del precio contractual. En setiembre del 2017 se obtuvo el Acta de Habilitación final del parque, fecha a partir de la cual se comenzó a facturar la energía al 100 % del precio contractual. En consecuencia, los resultados registrados según cuadro precedente no son representativos de lo que será un ejercicio normal.

En definitiva, salvo desviaciones de escasa entidad, el proyecto se viene desarrollando de acuerdo a lo previsto y no se esperan dificultades en las gestiones que se vienen desarrollando con la empresa constructora; por otra parte, cabe recordar una vez más, que Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL han constituido una garantía de fiel cumplimiento del contrato mediante avales bancarios con distintos bancos por un total de u\$s 30.577.320, equivalente al 10 % del precio contractual, impuestos incluidos.

### **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 casi nulo*.

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

**Riesgo constructivo y de terminación (completion)**: al haber terminado la obra y haberse obtenido el Acta de Habilitación Final ya no corresponde analizar este riesgo.

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

**Riesgo por cambio de operador**, Gamesa ha firmado con el fiduciario el Contrato de construcción llave en mano (ya cumplido) y el Contrato de Operación y Mantenimiento y ha constituido las garantías de fiel cumplimiento exigidas. La eventualidad de su sustitución está prevista en los contratos respectivos aunque refiere a situaciones excepcionales. *Riesgo muy bajo*

### IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

La fecha de inicio de la puesta en funcionamiento del parque tuvo un leve retraso, aunque se empezó a generar y vender energía en carácter de prueba antes de la fecha prevista en el proyecto original. Interesa por lo tanto analizar si estos desfasajes pudieron haber tenido efectos negativos sobre los ingresos del parque y sobre su rentabilidad futura. En el siguiente cuadro se presenta la evolución de la facturación esperada y la real.

**Cuadro 8.- Facturación Prevista y real de energía eléctrica de Arias**

Mes de producción	Dólares		
	Teórico	Real	Diferencia
<b>abr-17</b>	-	41	41
<b>may-17</b>	-	364.238	364.238
<b>jun-17</b>	-	808.370	808.370
<b>jul-17</b>	1.704.026	1.273.936	(430.090)
<b>ago-17</b>	1.704.026	691.737	(1.012.289)
<b>set-17</b>	1.509.079	1.436.613	(72.467)
<b>oct-17</b>	1.690.894	1.784.361	93.466
<b>nov-17</b>	1.636.349	1.559.607	(76.743)
<b>dic-17</b>	1.690.894	1.326.939	(363.955)
<b>Total</b>	<b>9.935.269</b>	<b>9.245.842</b>	<b>(689.427)</b>

Fuente: UTE

Puede observarse que la venta de la generación de energía previo a la puesta en funcionamiento total del parque (Recepción Provisional) habría compensado buena parte de la diferencia con los ingresos esperados, aun considerando que el precio de facturación de esa energía fue el 80% del precio pactado. De cualquier manera, es muy probable que finalmente se concreten las penalidades con el contratista, por lo que el atraso no tendrá efectos sobre la rentabilidad futura.

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

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

El Proyecto 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.

## 1.1. Análisis de sensibilidad

Si bien ya se encuentra operativo el parque y produciendo energía con la totalidad de los aerogeneradores, aún la información generada no es suficiente como para modificar los criterios utilizados en las sensibilizaciones, por lo que el análisis que se realizó en la calificación original sigue totalmente vigente. A los efectos de sensibilizar el flujo de fondos se supusieron dos escenarios. En ambos la variable exógena que se sensibilizó fue el factor de capacidad del proyecto, esto es el nivel de aprovechamiento efectivo de los equipos de generación instalados respecto de su potencial.

### Escenario 1

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

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

**Cuadro 9: TIR media, máxima y mínima s/escenario 1**

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

Fuente: CARE

*La TIR esperada para el inversor en el escenario 1 alcanzaría el 8.3% 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.*

<sup>2</sup>. Este rango procede de estudios técnicos para Uruguay que obran en poder de CARE.

## Escenario 2.

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

**Cuadro 10: Factor de capacidad mínimo s/escenario 2**

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

Fuente: CARE

Para el caso de que solamente se cubran los costos operativos y el servicio de deuda, el parque operaría con un factor de capacidad del 31,1%. Dada la información disponible respecto de otros parques, y consultas realizadas por CARE con informantes calificados, la probabilidad de ocurrencia de este escenario sería muy baja o prácticamente nula. Incluso. Si se definiera un escenario para cubrir costos, remunerar el crédito y alcanzar una TIR de 0, el factor de capacidad necesario sería aproximadamente de 37,0 %, también por debajo del promedio nacional con otra tecnología<sup>3</sup>.

*En resumen, el proyecto presenta una sólida expectativa de alcanzar tasas de retorno del inversor con un rango de valores esperados que se sitúan entre 4,6% y 13,6%; con una probabilidad del 99% de que se alcance un retorno para el inversor superior al 5%.*

## 1.2 Nueva estimación 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, en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC<sup>4</sup>) del presente proyecto.

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

<sup>3</sup>. Pérez Benech, Daniel y Cataldo José: “Analysis of the uruguayan large scale wind energy generation an its energetic.....”

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

<sup>5</sup>. Weighted Average Cost of Capital

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

Donde:

E(ri):	Tasa de retorno esperada del capital (propio)
E:	Capital propio (CPs)
D:	Deuda (crédito de largo plazo)
Rd:	tasa de interés de la deuda (el modelo financiero estima un 6,51%)
t:	tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios (E(ri)); para ello, se utilizó el modelo de valoración CAPM<sup>6</sup> (Capital Asset Pricing Model), el cual tiene en cuenta la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta ( $\beta$ ), así como también la rentabilidad esperada del mercado y la rentabilidad esperada de un activo teóricamente libre de riesgo. A los efectos de considerar los riesgos sistémicos se utilizaron los “betas” de Damodaran<sup>7</sup>. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Dónde:

E(ri) :	Tasa de retorno esperada del capital
rf:	Tasa libre de riesgo
$\beta_{im}$ :	Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado
(E(r <sub>m</sub> ) - 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 evaluado <sup>8</sup>

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

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

<sup>6</sup>. El CAPM es un modelo para calcular el precio de un activo y pasivo o una cartera de inversiones.

<sup>7</sup>. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

<sup>8</sup>. Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector energías renovables en mercados emergentes según A. Damodaran

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,43% un valor menor al promedio de los últimos años pero superior al de los años más recientes. Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 123 puntos básicos que corresponde al valor de febrero, un nivel sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la situación actual.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 4,51%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para el proyecto en el modelo original (10,42%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras – ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

Finalmente, si consideramos esta tasa junto a la del costo del crédito y las participaciones de ambas fuentes de financiamiento, la tasa de descuento (WACC) aplicable a este proyecto sería de 5.91%, sensiblemente inferior a la TIR del proyecto.

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

### **Riesgos considerados:**

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

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

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

## V. EL ENTORNO

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

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

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

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

En 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 de acciones preferidas para la explotación de otro parque eólico construido en la localidad de Valentines, ratifica los objetivos marcados.

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

<sup>9</sup>. Puede consultarse en [www.dne.gub.uy](http://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; y otros proyectos a implementarse a través de diferentes vehículos con participación de UTE de hasta un 20% en el capital<sup>10</sup>.

Se puede observar el resultado de la política de incremento de las fuentes renovables en la matriz energética ya que en 2014, la energía eólica producida en parques de UTE apenas representaba 0.9 % del total mientras que en 2016, la energía eólica producida por la UTE representó el 2.59 % del total generado. Buena parte de la energía comprada a agentes productores es energía eólica también.

**Cuadro 11. Energía Generada en GWh**

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

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

<sup>10</sup>. Un completo detalle de todos los parques, privados y públicos, terminados o en desarrollo, puede consultarse en [www.parqueseolicos.gub.uy](http://www.parqueseolicos.gub.uy)

El cuadro que antecede no discrimina la energía eólica producida en parques que no son propiedad de la UTE. Según información primaria de UTE la energía eólica total producida en el año 2017 habría alcanzado unos 3.766 GWh, lo que implicó un 26% de incremento respecto de 2016 y representó aproximadamente un 30.6% de la producción total.



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, ya que el consumo medio per cápita de los uruguayos se encuentra por debajo del de los países con mayor desarrollo.

**Cuadro 12: Consumo per cápita de Kw en 2017**

Ranking	País	Consumo	Ranking	País	Consumo
7	Canadá	14,502	46	Italia	4,764
8	Finlandia	14,329	52	Portugal	4,339
10	EEUU	11,974	53	China	4,292
18	Australia	9,624	56	Chile	3,82
20	N. Zelanda	8,853	75	Uruguay	2,803
27	Japón	7,383	76	Argentina	2,766
33	Alemania	6,385	82	Brasil	2,414
34	Israel	6,359	83	Venezuela	2,364
45	España	4,91			

Fuente: Indexmundi cien primeros países

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

**Cuadro 13. Ventas de energía y servicios activos**

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

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

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

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

Cabe consignar además, que 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<sup>11</sup>. Empero, como el contrato se realiza a un precio fijo, este riesgo no corresponde.

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

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

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

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

<sup>12</sup>. CATEGORÍA A.uy Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. Grado de inversión con observaciones.