

CARE

CALIFICADORA DE
— RIESGO —

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

Montevideo, octubre de 2015

CARE –Juncal 1437 – Oficina 106. Tel 598.2.9148866
www.care.com.uy - care@care.com.uy

INDICE

	Página
SECCIÓN I. INTRODUCCIÓN	5
SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN	9
SECCIÓN III. LA ADMINISTRACIÓN	11
SECCIÓN IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS	22
SECCIÓN V. EL ENTORNO	30
SECCION VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO	32
ANEXO I. INFORME DE CONTINGENCIAS JURÍDICAS	33

SUMARIO

Calificación Oferta Pública:
Certificados de Participación 30-10-2015

Denominación: FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS

Fiduciario: República Afisa

Fideicomitente, gestor, beneficiario: UTE (Usinas y Trasmisiones Eléctricas)

Monto de la emisión: Hasta U\$S 60 millones.

Bienes fideicomitados: (entre otros) Aportes de suscriptores incluso UTE, aerogeneradores, contratos, activos financieros.

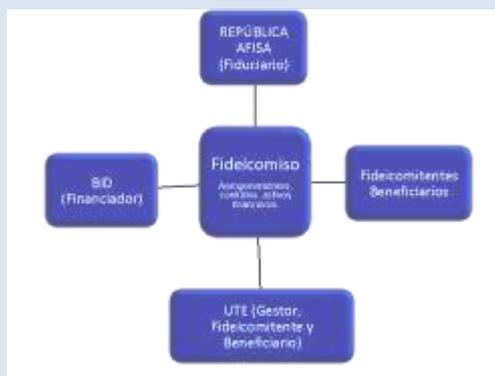
Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo

Manual Utilizado: Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Calificación de Riesgo:
Certificados de Participación A(uy)

Vigencia de la calificación: Hasta el 30 de abril de 2016¹.

Análisis de contingencias jurídicas: Dr. Leandro Rama Sienna



terminándose la construcción del Parque. Por otra parte, aporta hasta el 20% del monto total de la emisión canjeable por Certificados de Participación y se compromete a recibir toda la energía generada, a pagarla a un precio determinado. Para la ejecución del proyecto se gestiona un crédito que junto a la emisión lo financiarán.

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

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

RESUMEN GENERAL

CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del “Fideicomiso Financiero ARIAS” con la calificación 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 construirá 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 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 en la presente calificación, el Dr. Leandro Rama Sienna que se adjunta. (Anexo I).

- Debe destacarse que la construcción del parque eólico se realizará 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

Adicionalmente, UTE se obliga a aportar fondos por hasta 8 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 molinos, los instala y supervisa su funcionamiento por cinco años renovables; es una empresa de primer nivel reconocida en esta materia. (Sección III).
- El gestor es UTE, 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 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, ha sido chequeado por diversos estudios que lo entienden razonable. El precio de la energía, como se señaló, es fijo y se actualiza según la paramétrica utilizada en otros contratos similares.
- 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 los 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)
- 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.
- 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 que fue emitido de forma exitosa en los primeros meses del 2015. (Fideicomiso Financiero Pampa)
- 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)

SECCIÓN I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar 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 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.³ 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, por el Ec. Mayid Sader Neffa y por el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contó con los servicios jurídicos del Dr. Leandro Rama Sienna, cuyo informe se adjunta (Anexo I).

Esta calificación, se actualizará al menos una vez al año en consideración de la normativa vigente a partir del cierre 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

³ En este caso se trata del Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

información. CARE por otra parte realizará sus propias inspecciones in situ de considerarlas necesarias.

Como ya se ha manifestado, UTE en su calidad de gestor ha tramitado la autorización ambiental previa requerida por el Decreto 349/005⁴. En cuanto a los demás permisos administrativos, (aprobación para la generación de energía Decreto 360/002 y beneficios tributarios de la Ley de 16.906), se realizan una vez inscripto el Fideicomiso en el BCU. Véase Anexo I.

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 construirá 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 de más de 4 años, 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.

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 líder mundial en construcción y operación de parques eólicos, y con una presencia destacada en el

⁴ “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”.

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 estará 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 303,15 GWh/año.

El costo total del Proyecto se estima en U\$S 178 millones, que se financiarán 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.

A la fecha de la emisión no estará cerrada totalmente la operación de crédito cuyo éxito sin embargo condiciona todo el proyecto, al punto que si no ocurriera en la forma presentada en el Plan de Negocios, se devolvería el dinero de los CP. Del mismo modo, si el crédito fuera planteado al fideicomitente y al fiduciario en condiciones significativamente diferentes al Plan de Negocios original, CARE se reserva el derecho de rever la calificación.

El fideicomiso financiero se conforma con los bienes fideicomitidos que se detallan más abajo y se denomina "FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS". A partir de esos bienes se emiten por parte del Fiduciario, a través de una oferta pública de valores a ser registrada frente a la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU, los Certificados de Participación por un monto de hasta la suma de US\$ 60.000.000 (Dólares Estadounidenses Sesenta Millones).

Este fideicomiso es análogo a otro anterior (Fideicomiso Financiero Pampa) que fue emitido el 20 de marzo del 2015. El proyecto es similar en lo respectivo a su estructuración financiera así como en las características técnicas que lo sustentan.

Información analizada:

La información analizada fue la siguiente⁵:

- a) Prospecto informativo.
- b) Contrato de Fideicomiso entre RAFISA y UTE.
- c) Contrato de Gestión de UTE.
- d) Documento de Emisión
- e) Contrato de Entidad Representante (RAFISA y BVM).

⁵CARE aún debe recibir la documentación legal final a confeccionarse en la fecha de emisión y con posterioridad a la misma.

- f) Contrato de Entidad Registrante (RAFISA y BVM).
- g) Modelo económico/financiero del Proyecto.
- h) Contrato PPA de venta de energía a UTE.
- i) Contrato con el Operador.
- j) Contrato de préstamo de largo plazo.
- k) Contrato de construcción llave en mano con GAMESA EÓLICA SL.
- l) Contrato de operación y mantenimiento con GAMESA EÓLICA SL.
- m) Contrato de arrendamiento de campo.
- n) Intervenciones del Tribunal de Cuentas.
- o) Estados contables de GAMESA EÓLICA SL, de República Afisa y de UTE.
- p) Información bursátil de GAMESA EÓLICA SL.
- q) Entrevistas con expertos sectoriales, personal del gestor, estructurador financiero.

SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen 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.
Títulos a emitirse:	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:	Hasta U\$60.000.000 (dólares sesenta millones) en dos etapas: <ul style="list-style-type: none"> i) por hasta U\$15.000.000 (dólares quince millones), a la par y con un máximo por cuenta inversora de 20.000 dólares ii) hasta completar el importe total de la inversión licitada por precio (subasta holandesa) y con un precio mínimo de 99.
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo SRL.
Calificación de Riesgo de los certificados de participación :	A (uy)

2. El análisis jurídico

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

Del mismo se destaca 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 B 3).

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.

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

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los 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. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es moderado, medio.*

SECCIÓN 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 al 30/06/2015, que cuentan con informe de revisión limitada independiente elaborado por Deloitte, la firma tiene un patrimonio de miles de \$ 575.033. Esto supone un incremento de 22.64 % respecto al que tenía al 31/12/2014. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 5.77. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores (estos de 12 meses) se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30/6/15	31/12/14	31/12/13
Activo	641.496	535.512	423.444
Activo Corriente	333.960	339.206	278.896
Activo no Corriente	307.536	196.306	144.549
Pasivo	66.464	66.646	47.189
Pasivo Corriente	57.893	59.985	42.543
Pasivo no Corriente	8.570	6.662	4.646
Patrimonio	575.033	468.866	376.256
Pasivo y Patrimonio	641.496	535.512	423.445
Razón Corriente	5,77	5,65	6,56

Fuente: EE.CC RAFISA

Los ingresos por servicios vendidos en el último ejercicio completo (al 31/12/14) fueron 22.41% superiores a los del ejercicio pasado. En consonancia con lo anterior se

incrementan los resultados operativos casi en la misma proporción mientras que los resultados del ejercicio lo hacen en 31.25% en buena medida por mejores resultados financieros. Esto se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Ingresos Operativos	270.138	220.682	227.997
Gastos de Adm y Ventas	(191.557)	(156.556)	(136.885)
Resultado Operativo	78.581	64.126	91.112
Resultados Diversos	597	226	230
Resultados Financieros	38.125	26.507	3.848
IRAE	(22.255)	(18.441)	(21.722)
Resultados del Ejercicio	95.047	72.419	73.468

Fuente: EE.CC RAFISA auditados

En esta ocasión se expone como información complementaria los resultados al 30 de junio de 2015 en comparación al mismo período del año anterior. Como se desprende del cuadro siguiente, la firma mantiene una actividad creciente. En efecto, en los 12 meses cerrados en junio de 2015, incrementó sus ingresos operativos en 63%, aún expresado en moneda corriente, representa un aumento muy significativo. Los resultados finales se incrementan aún en mayor proporción lo que dice de una mejora en la eficiencia de gestión. Eso puede observarse en una disminución relativa en los gastos de administración y ventas así como un importante incremento de los resultados financieros.

Cuadro 3: Estado de Resultados (miles de \$)		
Concepto	30/6/15	30/6/14
Ingresos Operativos	194.357	119.202
Gastos de Adm y Ventas	(101.040)	(92.386)
Resultado Operativo	93.317	26.816
Resultados Diversos	23	580
Resultados Financieros	39.940	18.385
IRAE	(27.139)	(7.316)
Resultados del Ejercicio	106.141	38.465

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva, la firma muestra niveles de solvencia y liquidez muy sólidos así como una actividad creciente.

En cuanto a su idoneidad y experiencia para esta tarea, se destaca que, de acuerdo a las notas a los EE.CC al 30 de junio de 2015, RAFISA administraba, 44 fideicomisos y un fondo de inversión. Es importante mencionar, además, la variedad de los mismos, así se informa que de los 44 fideicomisos, 11 son por recuperación de carteras; 18 son con intendencias municipales para financiación de proyectos o reestructura de deudas; 5 con instituciones de asistencia médica colectiva; 3 para construcción de parques eólicos entre otros.

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.

Conforme a lo acordado entre UTE y Gamesa, el comienzo de la construcción del parque tendrá lugar una vez que sea cerrado el financiamiento de largo plazo.

La actuación de Gamesa se encuentra regulada mediante dos contratos:

a) Contrato de construcción llave en mano:

- Regula los compromisos y garantías asumidos por el contratista en cuanto a la construcción del proyecto y las garantías de crédito del fideicomiso.
- Comprende el suministro, instalación y montaje de los aerogeneradores, la estación de control de la central y las instalaciones eléctricas necesarias para su puesta en marcha, así como también la construcción y/o acondicionamiento de los accesos al parque y a los aerogeneradores.
- Estima un plazo de 14.5 meses desde la orden de proceder hasta el comienzo de la entrega de energía a la red de los aerogeneradores y 17 meses hasta la aceptación provisional del parque.

b) Contrato de operación y mantenimiento:

- Regula los compromisos y garantías asumidos por el contratista en cuanto a la construcción del proyecto y las garantías de crédito del fideicomiso.
- Tiene un plazo de 10 años, renovables por un periodo similar a opción del fiduciario.

Perfil del operador

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Esto último, que forma parte de las actividades contratadas en este fideicomiso, es una de las fortalezas del operador. Efectivamente, la respuesta integral de Gamesa en el sector industrial eólico se completa con el área de servicios de operación y mantenimiento (O&M): una actividad desarrollada por un equipo internacional con altos niveles de tecnificación, que mantiene más de 20.000 MW para 200 clientes en 31 países del mundo. Los servicios de O&M se constituyen en un elemento clave en el crecimiento rentable de Gamesa, por su contribución a la generación de ingresos recurrentes, la mejora de márgenes y la generación de caja.

En los últimos años, la entrada de pedidos ha crecido un 133% (2011) y un 25% (2012) hasta alcanzar una cartera de más de 1.300 millones de euros a diciembre de 2013.

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

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

Algunos de los contratos más importantes que la compañía selló en 2013 incluyen la venta de un parque eólico de 70 MW en México a Iberdrola, la construcción llave en mano de un parque eólico de 50 MW en Costa Rica y la venta de un parque eólico de 25,5 MW en Grecia .

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

Situación económica y financiera

Como se desprende de los cuadros siguientes, Gamesa posee una sólida situación económica con un patrimonio consolidado de 1.385 millones de euros al 31 de diciembre de 2014 (36% de incremento respecto al año anterior). El ratio de liquidez (medido como el activo corriente sobre e pasivo corriente) es muy alto, habiendo alcanzado 1.42 a esa fecha.

Cuadro 4: Estado de Situación consolidado (millones de euros)		
Concepto	31/12/14	31/12/13
Activo	4.252	4.759
Activo corriente	2.794	3.306
Activo no corriente	1.458	1.453
Pasivo	2.867	3.741
Pasivo corriente	1.967	2.829
Pasivo no corriente	900	912
Patrimonio	1.385	1.018
Pasivo y patrimonio	4.252	4.759
Razón corriente	1,42	1,17

Fuente: Gamesa, página web

Cuadro 5: Estado de Resultados consolidado (millones de euros)		
Concepto	31/12/14	31/12/13
Ventas netas por operaciones	2.846	2.336
Gastos por la explotación	(2.665)	(2.213)
Resultados operativos	181	123
Resultados financieros	(47)	(63)
Resultados antes de impuestos	134	60
Impuestos	(38)	(11)
Otros resultados	(4)	(4)
Resultados finales del ejercicio	92	45

Fuente: Gamesa, página web

La situación patrimonial se sustenta en resultados positivos. En el cuadro precedente se puede observar que el último ejercicio, cerrado en diciembre de 2014, arrojó utilidades por 92 millones de euros más que duplicando los resultados del ejercicio anterior.

Gamesa Eólica forma parte del IBEX 35 de las bolsas españolas. En cuanto a su desempeño reciente en éstas cabe destacar el crecimiento permanente de la cotización de sus acciones.

Gráfica 1: Cotización accionaria de Gamesa
(Evolución histórica)



F

Fte. IBEX

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 de hasta U\$S 12.000.000 (20% del total).

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

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

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

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

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

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

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

C.2. Idoneidad técnica

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

De acuerdo a la información suministrada en su página web, la UTE alcanzó una potencia instalada en el último año (2014) de 1842 MW de las cuales, 87 (4.7%) provinieron de los parques eólicos. Se puede observar el resultado de la política de incremento de las fuentes renovables en la matriz energética ya que en 2013, la energía eólica apenas representaba poco más del 1% del total. En el cuadro siguiente se puede apreciar la evolución de la producción eléctrica y sus distintas fuentes.

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

Los RR.HH son, quizás, su recurso más importante. Al 31 de diciembre de 2014 contaba con 6.765 funcionarios de los cuales, 259 eran directores; 912 profesionales universitarios y 2.015 técnicos especializados, es decir, casi un 50% de su personal es altamente calificado. El resto lo compone el personal administrativo, de oficios y servicios.

En materia de energía eólica, ha construido y opera el Parque Ing. Emanuele Cambilargiu en Sierra de los Caracoles (Maldonado) con una potencia instalada de 20 MW en 10 aerogeneradores. En construcción o en proyecto y en los cuales la UTE participa de varias maneras, se cuentan: Juan P. Terra (67MW); Artilleros (MW 65); Pampa (MW 141.6); Valentines (MW 70) y este de Arias (MW 70). Los primeros ya están enviando energía a la red. Por otra parte ha promovido la instalación de parques privados a quienes asegura la compra del 100% de energía producida mediante contratos PPA. Al momento están operativos 7 parques distribuidos en varios puntos del país con una potencia instalada total de 141.1 MW. En construcción bajo la modalidad con operadores privados hay 19 parques más con una potencia instalada prevista de 882.8 MW.

UTE es acreedora de certificaciones ISO bajo las siguientes normas:

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

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

C.3. Capacidad económico financiera

De acuerdo a información publicada en su página web, sección UTE en Cifras, la venta total de energía, expresada en miles de dólares para los tres últimos ejercicios fue la siguiente:

Cuadro 6: Venta total de energía (millones de U\$S)			
Años	2014	2013	2012
Venta total	1.908	1.790	1.603
La cifra de 2014 puede modificarse levemente			
Fuente: UTE en Cifras, página WEB oficial			

Se puede apreciar un crecimiento de la facturación en dólares de 6.6 % en el último ejercicio y 11.4% entre 2013 y 2012.

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

En los cuadros subsiguientes se exponen los estados de situación patrimonial y de resultados (consolidados) para los tres últimos ejercicios. Los mismos cuentan con informe de auditoría de Deloitte.

Cuadro 7: Estado de Situación Patrimonial consolidado (millones de \$)			
Conceptos	2014	2013	2012
Activo Corriente	19.719	15.558	15.194
Activo no Corriente	141.742	115.397	110.861
Total Activo	161.461	130.955	126.055
Pasivo Corriente	14.559	11.085	14.748
Pasivo no corriente	42.427	21.057	14.583
Total Pasivo	56.986	32.142	29.331
Patrimonio	104.475	98.813	96.725
Patrimonio atribuible acc.Minor.	1	7	11
Total Pasivo y Patrimonio	161.461	130.955	126.055
Razón Corriente	1,35	1,40	1,03

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

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

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

Cuadro 8: Estado de Resultados consolidado (millones de \$)			
Conceptos	2014	2013	2012
Ingresos de explotación	39.061	36.258	32.069
Costos de explotación	(20.548)	(21.573)	(32.047)
Resultados de explotación	18.513	14.685	22
Gastos Adm. y Ventas	(7.136)	(7.188)	(6.492)
Resultados diversos	(244)	(422)	(396)
Resultados financieros	(1.914)	(786)	699
Resultados antes de impuestos	9.219	6.289	(6.167)
Impuesto a la renta	1.266	199	2.746
Resultado neto del ejercicio	10.485	6.488	(3.421)
Resultado atribuible acc. Minor.	(6)	(4)	(1)

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

El último ejercicio arroja importantes ganancias conformando un segundo año consecutivo en el mismo sentido. Expresado en moneda corriente, se destaca una disminución relativa en los costos de explotación y en los gastos administrativos, indicadores de mayor eficiencia. La empresa es muy sensible a contingencias climáticas, Por la característica de ser una empresa estatal y monopólica, cuya razón de ser es brindar energía eléctrica a la población, no puede dejar de hacerlo cualquiera sea el costo en que deba incurrir (al menos dentro de límites razonables). La energía de menor costo de producción es la hidráulica, episodios de sequía severos obliga a la empresa o bien a importar energía y/o a producirla a costos muy superiores. A diferencia del año 2012, los dos 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 fuerte 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.

Por otra parte, la magnitud de los compromisos asumidos en esta operación en relación a su patrimonio y facturación son muy bajos. En efecto, el compromiso cierto es invertir un máximo de U\$S 12 millones en CP's 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 20 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 gestiona un préstamo a largo plazo de U\$S 124.5 y una emisión de CP's por u\$s 60 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.

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, impedir o culminar la puesta en funcionamiento del Parque en el tiempo previsto, y por tanto la generación de recursos para los inversores. La cobertura de este riesgo se encuentra satisfecha por los antecedentes de la empresa constructora contratada, así como por el procedimiento de realización de obras recogido en el prospecto ("llave en mano"). Además y según se expresa en el Anexo 1, la empresa contratista ofrece las garantías necesarias⁶. UTE se hace cargo de los sobrecostos y de la demora en la producción de energía mediante compra anticipada. La finalización de las obras en tiempo y forma tiene que ver además con el conjunto de circunstancias que podrían demorar la generación de

⁶ "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."

recursos para los inversores de los CP o del propio banco acreedor del préstamo. Por una parte UTE se obliga a realizar aportes de dinero al Fideicomiso por un monto mínimo equivalente al 20% del monto de emisión de los Certificados de Participación, pero adicionalmente también los fondos que sean necesarios para poder finalizar el Proyecto (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. Por otra parte y en forma adicional a los aportes que como Fideicomitente UTE se obliga a realizar, para el caso en que por cualquier motivo el Proyecto no se encuentre terminado y en funcionamiento dentro de un plazo de 24 meses desde la Fecha de Inicio del Contrato de Construcción Llave en Mano, UTE se obliga, a partir del mes 25, a adelantar pagos en forma mensual por compras de energía bajo el Contrato de Compraventa de Energía Eléctrica.
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.*

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

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto.

Según el contrato de Fideicomiso Financiero, y el resumen recogido en el prospecto de emisión, la finalidad del “Fideicomiso Financiero ARIAS” consiste en realizar un Proyecto para ampliar la capacidad de generación basada en energías renovables y complementarias de la oferta hidroeléctrica ya existente en el país. Este consiste en la construcción y operación de una central de generación eólica de aproximadamente 70 MW, conectada al Sistema Interconectado Nacional. El Proyecto comprende el suministro, instalación y montaje de los aerogeneradores, la estación de control de la central y las instalaciones eléctricas necesarias para su puesta en marcha, así como también la construcción y 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.

De acuerdo a la información del prospecto de emisión y del modelo de negocios suministrado a CARE, la Tasa Interna de Retorno del inversor sería de 10,42%. Las fuentes de financiamiento del proyecto provienen de la emisión de Certificados de Participación y un crédito con el BID por 125,6 millones de dólares aproximadamente. Este crédito junto a la presente emisión de hasta 60 millones de dólares constituyen la totalidad de las fuentes de financiamiento para la inversión que asciende a 183 millones de dólares aproximadamente. No obstante en el Prospecto de Emisión y en los cálculos de las planillas anexas suponen una emisión de CPs de aproximadamente 53 millones y una inversión total de 178 millones de dólares. La tasa de interés del crédito será de Libor más una tasa aún no definida en el contrato. En el prospecto y las planillas anexas suponen el costo del financiamientos será del 5,79%⁷, lo que permite un apalancamiento positivo del uso de fondos propios, en tanto es menor que la TIR esperada del inversor.

Cabe destacar que la emisión de títulos mencionada, por tratarse de certificados de participación en el dominio fiduciario, no compromete un retorno fijo. Por este motivo CARE estimó un rango de Tasas Internas de Retorno para el inversor, con los supuestos que se detallarán a continuación. 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*. Este factor indica el porcentaje de energía generada efectivamente por el parque sobre el potencial máximo del mismo.

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

⁷Según resultado después del pago de impuestos.

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.

Cuadro 9: FLUJO DE FONDOS ANUALES (millones de dólares)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
Ingresos																							
Ingresos por venta de energía	-	-	13,6	20,6	20,9	21,1	21,4	21,7	22,0	22,2	22,5	22,8	23,1	23,4	23,8	24,1	24,4	24,7	25,1	25,4	25,8	26,1	8,8
Total Ingresos	-	-	13,6	20,6	20,9	21,1	21,4	21,7	22,0	22,2	22,5	22,8	23,1	23,4	23,8	24,1	24,4	24,7	25,1	25,4	25,8	26,1	8,8
Costos																							
O&M	-	-	(0,3)	(0,4)	(2,5)	(2,6)	(2,6)	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(2,8)	(2,9)	(3,3)	(3,4)	(3,4)	(3,5)	(3,6)	(4,1)	(4,2)	(4,3)	(4,4)	(4,5)	(1,5)
Limpieza de palas	-	-	-	-	(0,1)	-	(0,1)	-	(0,2)	-	(0,2)	-	(0,2)	-	(0,2)	-	(0,2)	-	(0,2)	-	(0,2)	-	(0,2)
Administración UTE	-	-	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)
Arrendamientos	-	-	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)
Seguro	-	-	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
Tasa Control URSEA	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)
Tasa DNC	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)
Monitoreo BID	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	-	-
Gastos Administracion Fideicomiso	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)
Total costos	-	-	(1,1)	(1,5)	(3,7)	(3,7)	(3,9)	(3,8)	(4,0)	(3,9)	(4,2)	(4,1)	(4,7)	(4,6)	(4,9)	(4,8)	(5,1)	(5,4)	(5,7)	(5,6)	(5,9)	(5,8)	(2,7)
EBITDA	-	-	12,5	19,2	17,1	17,5	17,5	17,9	17,9	18,3	18,4	18,7	18,4	18,8	18,9	19,3	19,4	19,3	19,4	19,8	19,9	20,3	6,2
Variación capital de trabajo	-	-	0,2	(0,0)	0,2	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	1,7
Impuesto a la Renta	-	-	-	-	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(1,8)	(1,9)	(2,1)	(2,2)	(2,4)	(1,5)
Impuesto al Patrimonio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,0)
Intereses cobrados por cuenta de reserva	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo operativo dp de CT e IMP	-	-	12,6	19,1	16,9	17,0	17,0	17,3	17,4	17,7	17,7	18,1	17,9	18,2	18,2	18,6	18,6	17,5	17,5	17,7	17,7	17,9	6,3
Inversiones																							
Inversiones (incluyendo constitucion cuenta reserva)	(29,5)	(125,0)	(23,4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Necesidades de fondos	(29,5)	(125,0)	(23,4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Financiamiento																							
Capital	53,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos Largo Plazo	-	101,1	23,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total desembolsos	53,4	101,1	23,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de caja disponible para Servicio de Deuda	23,9	(23,9)	12,6	19,1	16,9	17,0	17,0	17,3	17,4	17,7	17,7	18,1	17,9	18,2	18,2	18,6	18,6	17,5	17,5	17,7	17,7	17,9	6,3
Servicio de Deuda																							
Amortización	-	-	-	4,1	4,4	4,6	4,7	4,7	5,3	5,7	6,2	6,3	6,7	7,3	7,9	8,0	8,7	9,3	9,5	9,9	11,1	-	-
Intereses	-	-	3,5	6,7	6,6	6,4	6,2	6,2	5,9	5,6	5,3	5,4	5,0	4,5	4,0	4,0	3,4	2,8	2,1	1,4	0,6	-	-
Servicio de deuda total	-	-	3,5	10,8	11,0	11,1	10,9	10,9	11,3	11,3	11,5	11,7	11,7	11,9	11,9	12,0	12,1	12,1	11,6	11,2	11,8	-	-
Variación cuenta de reserva	-	-	(0,2)	0,0	(0,0)	0,1	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,2)	0,0	(0,0)	(0,1)	(0,1)	0,0	0,0	0,2	0,2	(0,3)	5,9	-	-
Flujo de Caja disponible CPs antes de Caja Mínima	23,9	(23,9)	8,9	8,3	5,9	6,0	6,1	6,2	6,1	6,4	6,1	6,5	6,2	6,2	6,2	6,6	6,5	5,7	6,1	6,2	11,8	17,9	6,3
Caja	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Inicial de Caja	-	23,9	0,0	8,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Caja generada en el período	23,9	(23,9)	8,9	8,3	5,9	6,0	6,1	6,2	6,1	6,4	6,1	6,5	6,2	6,2	6,2	6,6	6,5	5,7	6,1	6,2	11,8	17,9	6,3
Caja Mínima	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-
Saldo Para Distribución	23,4	(0,5)	8,4	16,7	5,9	6,0	6,1	6,2	6,1	6,4	6,1	6,5	6,2	6,2	6,2	6,6	6,5	5,7	6,1	6,2	11,8	17,9	6,8
Flujo de Caja Disponible para CPs	-	-	-	16,7	5,9	6,0	6,1	6,2	6,1	6,4	6,1	6,5	6,2	6,2	6,2	6,6	6,5	5,7	6,1	6,2	11,8	17,9	6,8
Caja a cierre de año	23,9	0,0	8,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-

Tir inversor = 10,42%

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

Como fue mencionado anteriormente, el Proyecto plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor 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 ha realizado 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 calculándose 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%⁸.

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:

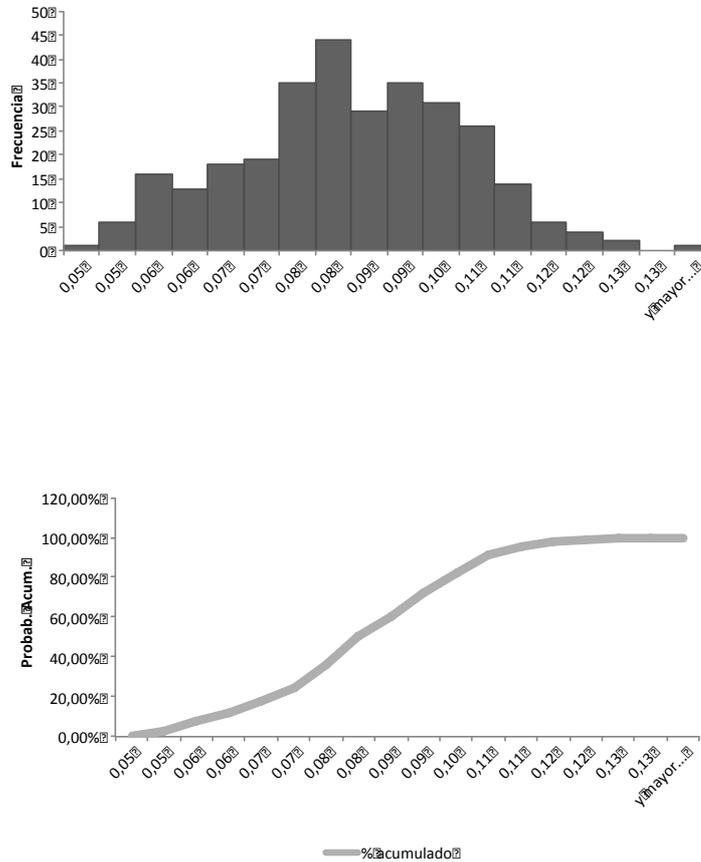
Resultado del Escenario 1.

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

⁸Este rango procede de estudios técnicos para Uruguay que obran en poder de CARE.

probabilidad de una TIR con valores negativos (Ver Gráfica 1).

Gráfica 2. Gráfica de salida del modelo de probabilidades de TIR. Histograma y Distribución Acumulada de probabilidad.



Fuente: 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.⁹

⁹Pérez Benech, Daniel y Cataldo José: “Analysis of the uruguayan large scale wind energy generation an its energetic.....”

Cuadro 10. TIR media, máxima y mínima según escenarios		
	Escenario 1.	Escenario 2.*
Tir máxima	13,60%	TIR del inversor = 0
Tir media	8,30%	Factor de Planta =37%
Tir mínima	4,60%	
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. 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 9).

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 (WACC¹⁰) 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. A continuación, se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto (WACC).

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

Donde:

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

E: Capital propio (emisión de CPs)

D: Deuda (crédito de BID)

R_d: tasa de interés de la deuda (el prospecto supone un 5,545%)

t: tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran¹¹ adicionamos a éste una prima que contempla el riesgo específico de la empresa que ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

¹⁰Weighted Average Cost of Capital

¹¹A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

Donde:

$E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital

β : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado.¹²

r_f : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

E_r : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado¹³

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

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital del 10,19%. Este valor es 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.

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.

¹² Se consideraron los betas promedio de compañías del sector energético en mercados emergentes según A. Damodaram

¹³ Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector energético en mercados emergentes según A. Damodaran.

SECCIÓN 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 , 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”¹⁴. Aprobada en sus lineamientos estratégicos por el Poder Ejecutivo en 2008, fue avalada por la Comisión Multipartidaria de Energía, conformada por los partidos políticos con representación parlamentaria en 2010. Su objetivo general señala: “Diversificación de la matriz energética, tanto de fuentes como de proveedores, procurando reducir costos, disminuir la dependencia del petróleo y buscando fomentar la participación de fuentes energéticas autóctonas, en particular las renovables.” Describe asimismo una institucionalidad en la que destaca la cooperación público privada, y establece metas cuantificables destacando las referidas a la energía eólica. Respecto de éstas, se estableció su incorporación en 300 MW para 2015, luego revisadas en 2012 con el objetivo de instalar 1.200 MW para el mismo año.

En línea con lo anterior, la reciente emisión del Fideicomiso Financiero Pampa para la construcción de un parque eólico de 141,6 MW reafirma lo planteado párrafo arriba.

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 2015 y 2016.

¹⁴ 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).¹⁵

Se puede observar el resultado de la política de incremento de las fuentes renovables en la matriz energética ya que en 2013, la energía eólica apenas representaba poco más del 1% del total. En el cuadro siguiente se puede apreciar la evolución de la producción eléctrica y sus distintas fuentes.

Conceptos	2014	2013	2012
Hidráulica	593	593	593
Térmicas a vapor	215	235	255
Turbinas de gas y motores recíprocos	576	588	612
Parques eólicos	87	20	20
Arrendamiento y otras fuentes	371	355	154
Total parque generador UTE	1842	1791	1634
Carga máxima anual	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 fijados por la modalidad del contrato PPA, constituye un hecho importante considerar que a juzgar por parámetros internacionales de comparación, cabe esperar un aumento de la demanda doméstica de energía, consistente con

¹⁵Un completo detalle de todos los parques, privados y públicos, terminados o en desarrollo, puede consultarse en www.parqueseolicos.gub.uy

este aumento de la oferta. Así lo indica el cuadro siguiente que muestra que el consumo nacional, si bien crece más que el promedio mundial, no alcanza todavía el promedio del mundo. La información se encuentra actualizada a octubre de 2015.

Cuadro 12.: Consumo anual de Kw/cápita en países seleccionados															
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012/2000	2012/05
Alemania	6.635	6.763	6.901	6.983	7.083	7.113	7.174	7.184	7.149	6.753	7.162	7.146	7.270	1,10	1,02
Arabia Saud	5.811	6.036	6.044	6.389	6.164	6.381	6.607	6.747	7.073	7.431	8.022	7.870	8.405	1,45	1,32
Argentina	2.087	2.121	2.017	2.187	2.304	2.424	2.164	2.351	2.801	2.761	2.907	2.901	2.955	1,42	1,22
Australia	10.194	10.636	10.813	10.435	10.555	10.458	10.490	10.973	10.749	10.792	10.740	10.712	10.398	1,02	0,99
Belgica	8.248	8.267	8.312	8.412	8.576	8.510	8.684	8.614	8.521	7.903	8.388	8.021	7.987	0,97	0,94
Brasil	1.900	1.750	1.808	1.883	1.956	2.016	2.073	2.169	2.233	2.202	2.381	2.394	2.462	1,30	1,22
Chile	2.481	2.608	2.705	2.871	3.035	3.066	3.193	3.312	3.314	3.276	3.290	3.590	3.810	1,54	1,24
Colombia	840	859	866	868	902	898	947	972	969	1.042	1.009	1.121	1.150	1,37	1,28
Costa Rica	1.519	1.493	1.561	1.641	1.671	1.707	1.803	1.861	1.860	1.813	1.851	1.899	1.957	1,29	1,15
España	5.207	5.435	5.577	5.676	5.892	6.111	6.105	6.054	6.026	5.653	5.707	5.599	5.573	1,07	0,91
U.S.A.	13.671	13.047	13.296	13.307	13.389	13.705	13.583	13.657	13.663	12.914	13.395	13.240	12.954	0,95	0,95
Paraguay	880	865	875	829	815	848	901	958	1.002	1.055	1.133	1.283	1.368	1,55	1,61
Suiza	7.845	7.992	8.031	8.195	8.206	8.305	8.360	8.163	8.306	8.021	8.175	7.928	7.886	1,01	0,95
Uruguay	2.031	2.000	1.998	1.885	1.929	2.000	2.221	2.414	2.588	2.662	2.805	2.808	2.932	1,44	1,47
Venezuela	2.644	2.708	2.733	2.633	2.769	2.859	3.034	2.987	3.071	3.031	3.288	3.336	3.413	1,29	1,19
Mundo	2.385	2.382	2.437	2.499	2.582	2.663	2.735	2.831	2.860	2.815	2.981	3.031	3.064	1,28	1,15

Fuente: Banco Mundial

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

Las operaciones de endeudamiento de los Entes Autónomos pueden considerarse una parte del riesgo contingente del país. En efecto y dada su naturaleza jurídica, cualquier aumento en su endeudamiento puede estudiarse en conjunto con otros compromisos de la deuda pública. En este caso 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.¹⁶ 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

¹⁶El 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).

SECCIÓN 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.¹⁷

Comité de Calificación



Julio Preve

Martín Durán Martínez

Mayid Sader

¹⁷ CATEGORÍA A.uy Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **Grado de inversión con observaciones.**

ANEXO I
INFORME DE CONTINGENCIAS JURÍDICAS

“FIDEICOMISO FINANCIERO ARIAS”

Informe Jurídico.

I - Introducción.

El presente informe tiene por objeto analizar los aspectos relevantes de la estructura jurídica implementada para financiar el desarrollo, construcción, operación y mantenimiento de un parque eólico en la Colonia Arias, Departamento de Flores, propiedad del Instituto Nacional de Colonización (INC); con la finalidad de identificar los principales riesgos y contingencias jurídicas asociadas a la inversión de los oferentes que adquieran los certificados de participación que se propone emitir el fideicomiso.

La metodología adoptada implica realizar una breve síntesis de los aspectos relevantes de cada uno de los contratos que conforman el entramado normativo de la estructura jurídica adoptada (Contratos del Proyecto y Contratos de la Emisión), para luego, en una segunda etapa, ingresar en un análisis integral de las relaciones jurídicas y sus implicancias, en la dinámica de la ejecución del proyecto, tratando de individualizar en cada caso las proyecciones de este entramado normativo sobre la situación jurídica de los futuros tenedores de Certificados de Participación y su derecho de crédito (Análisis de riesgos jurídicos asociados a la estructura).

Tal como resulta de la documentación analizada, el proyecto impulsado por la Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE), busca ampliar la capacidad de generación basada en energías renovables mediante la construcción de un nuevo parque eólico, esta vez de 70MW, compuesto por 35 aerogeneradores. La ejecución de la obra estará a cargo de la empresa española Gamesa Eólica SL, elegida por UTE y vinculada al fideicomiso por sendos contratos suscritos con la fiduciaria. La financiación del proyecto se realiza en parte con un préstamo otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y por otra parte con los fondos provenientes de la colocación de los certificados de participación de oferta pública que se emiten por el fiduciario.

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.

II- Estructuras contractuales

II-A. Contratos del Proyecto.

El haz obligacional de cada parte en el proyecto resulta de un conjunto de contratos a través de los cuales se definen las prestaciones a las que cada uno se obliga, en relación con las distintas etapas de desarrollo del emprendimiento. Corresponde por tanto detenernos en un breve análisis de los aspectos relevantes de este conjunto contractual compuesto por: Contrato de Construcción Llave en Mano, el contrato de Compraventa de Energía (PPA), Contrato de Uso, Contrato de Operación, Garantía y Mantenimiento y Contrato de Financiamiento a Largo Plazo.

Contrato de Construcción Llave en Mano.

Celebrado entre República Administradora de Fondos de Inversión SA (República Afisa) como Fiduciario (Contratante) y las empresas Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL (Contratista). Este contrato regula los compromisos y garantías que asumen la contratista como constructora del parque eólico y las contraprestaciones a cargo del fideicomiso. Su objeto comprende la elaboración del proyecto de ingeniería, el suministro, instalación y montaje de los 35 aerogeneradores, construcción de una subestación de alta tensión y su conexión con la estación Cerro Colorado, el diseño e instalación del sistema de control y monitoreo y la restitución medioambiental del sitio al finalizar las obras. El precio pactado asciende a USD 154.226.600, más \$ 91.225.729, más impuestos, que se ajusta mediante un sistema de paramétrica previsto en el contrato y el plazo de construcción se establece en 73 semanas a partir de la Notificación de Comienzo de Suministro.

El cumplimiento de las obligaciones de la parte contratista se asegura mediante la constitución de una garantía equivalente al 5% del precio, en tanto está previsto que las obligaciones del Fideicomiso serán garantizadas por una fianza que otorgará UTE cuándo se verifique la Notificación de Comienzo de Suministro, fianza que, a su vez, estará vigente hasta la Recepción Provisional del Suministro.

Contrato de Operación, Garantía y Mantenimiento.

Celebrado entre las mismas partes que el anterior, regula los compromisos y garantías asumidos por la contratista en relación a la construcción del Suministro, Operación y Mantenimiento de la Central Generadora incluyendo reparaciones y limpieza de todas las instalaciones de dicha central y todos sus componentes, la que estará vigente desde la Recepción Provisional de la instalación y por un plazo inicial de 15 años que las partes se proponen prorrogar hasta alcanzar los 20 años.

Seguramente la más relevante de las garantías que asume la contratista consiste en asegurar que las turbinas que componen la Central Generadora alcanzarán su máximo potencial de generación eléctrica, debiendo superar una prueba de curva de potencia (PCP) donde la Producción Energética Medida de las Turbinas Elegidas deberá ser mayor o igual al 95% para considerarse satisfactoria. Se pacta un precio - *honorario* - por la operación y mantenimiento del Equipo de Aerogeneradores a partir del tercer año y hasta el décimo año, habiéndose incluido una fórmula de actualización. Se hace notar que no se ha previsto un precio hasta completar el plazo máximo del contrato, lo que representa un alea sujeto a la regulación futura de las partes.

Contrato de Financiamiento Largo Plazo.

Se trata de un contrato de Préstamo a celebrarse entre República Afisa (deudor) con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Cabe aclarar que los financiadores son dos: Inter-American Development Bank (IDB) y China Co -Financing Fund for Latin America and the Caribbean (China Fund), no obstante quien se obliga en el contrato es únicamente el primero. Mediante el préstamo se accederá a US\$ 125.000.000 para financiar parte del proyecto.

A la fecha no se cuenta con el texto modelo del contrato. Por ello, los comentarios que siguen están basados en el resumen consignado en el Prospecto Informativo. Se prevé un plazo de 20 años (para el tramo A y de 18 años para el tramo B), en ambos casos desde el perfeccionamiento del contrato. Estará garantizado por: **a)** la firma de un Contrato de Patrocinio y Retención de Participación, por el que UTE se compromete a realizar las contribuciones adicionales que sean necesarias para cubrir los costos del

proyecto con un límite de US\$ 8.000.000, **b)** el compromiso de UTE de comenzar a pagar, a partir del mes 25, a pagar la energía que se debería generar a partir de los 24 meses desde el inicio de las obras, aun cuando el Proyecto no se encuentre terminado, **c)** la obligación de pactar la subordinación de todo pago contra el patrimonio fiduciario, al pago previo del préstamo, **d)** la firma de vales que se emitan de conformidad con el Préstamo, **e)** la constitución de una prenda sobre todos los fondos y valores que se depositen en las cuentas del fideicomiso y **f)** la previsión en el contrato de fideicomiso estableciendo el derecho de tomar el control del negocio (*step in rights*), en hipótesis de incumplimiento. En buen romance, todo el patrimonio del fideicomiso será la garantía para la cancelación del préstamo, aspectos todos que estarán contemplados en el mismo.

Contrato de Compraventa de Energía Eléctrica (PPA).

Por este contrato, UTE se obliga a comprar al Fideicomiso toda la energía generada y entregada a su red de transmisión y distribución por el parque eólico. La contratación tendrá un plazo de 20 años contados desde el comienzo de la operación y tendrá un precio que partirá de los U\$S 63,5 / MWh (base diciembre 2010) el que se irá indexando en forma anual y en base a una fórmula prefijada en el contrato. Desde la óptica del inversor este es el contrato clave pues el precio de la energía vendida es el Activo principal afectado a pagar los rendimientos bajo los certificados de participación.

El contrato de Gestión.

Celebrado entre UTE y República Afisa en forma simultánea al Fideicomiso Financiero (12/09/2014 y modificación del 30/04/2015). Su objeto es encomendar a UTE la gestión integral del Proyecto y asimismo brindar asistencia al fiduciario en todos aquellos aspectos operativos que sean necesarios. Su obligación de gestión principal refiere precisamente a la coordinación y contralor de cumplimiento de todos los contratos del Proyecto. La contraprestación es el precio (*retribución*) que a favor de UTE establece la cláusula 7 del contrato de Gestión, durante los 20 años de su plazo; precio que se establece con base anual y diferenciada para la etapa de construcción y para la etapa de operación.

Si bien en la cláusula de objeto (3), se detallan en forma enunciativa las obligaciones de UTE en ocho ítems distintos, en realidad el primero de ellos **“(i) Gestión de los Contratos del Proyecto”**, conceptualmente engloba a los restantes siete (monitoreo de la construcción, gestión de permisos regulatorios, gestión de pólizas de seguros, gestión de financiamiento de largo plazo, gestión operativa del parque eólico, auditorías e informes y normativa laboral). Parece claro que *gestionar todos los contratos del Proyecto* jerarquiza una función de coordinación que se desdobra en dos ámbitos de acción: por un lado las gestiones relacionadas con el cumplimiento de las obligaciones asumidas por todas las partes en las respectivas convenciones, y por otro, las gestiones que se vinculan con el cumplimiento de las obligaciones ya no de fuente convencional, sino legal o reglamentaria.

Ejemplos de lo primero son: el monitoreo de la correcta ejecución del Contrato de Construcción Llave en Mano, solicitando por ejemplo los pagos según el cronograma de avances pactados; negociar los mejores términos un préstamo para el financiamiento de largo plazo del emprendimiento; gestionar el fiel cumplimiento del plan operativo.

Ejemplos de lo segundo: gestionar y obtener los permisos regulatorios (ambientales, uso del espacio aéreo, autorizaciones departamentales, de conexión, ingreso y ocupación del espacio seleccionado para el emplazamiento de los aerogeneradores); elaborar y brindar al fiduciario los informes donde se constate el cumplimiento de las normas laborales, previsionales y de seguridad e higiene laboral.

El contrato de Arrendamiento.

En este marco de actuación de UTE es imprescindible hacer mención a las emergencias del contrato de arrendamiento celebrado con el Instituto Nacional de Colonización (INC) el pasado 24 de junio de 2015; en tanto se trata de la convención que define el emplazamiento del parque eólico y asimismo por su futura cesión al Fideicomiso.

Importa estacar que UTE como arrendataria recibirá los “*espacios necesarios y útiles localizados dentro de la Colonia Arias en el Departamento de Flores, Padrones 4112 y 3380 (...) los cuales se destinarán para la construcción, instalación y explotación de la Central de Generación de Energía Eléctrica de Origen Eólico*”. Como se aprecia, esta modalidad arrendaticia limita el espacio locativo (objeto del contrato), conjugando dos realidades: por una lado la existencia de una colonia del INC, con todo lo que ello implica en cuanto a la radicación de familias y la explotación por ellos desarrollada; por otro lado, las necesidades concretas para la instalación y funcionamiento del parque eólico. La coexistencia de relaciones locativas con objetos diversos pero sobre el inmueble, impone desde el punto de vista jurídico establecer claras fronteras en los alcances y responsabilidades respectivas. En tal sentido, la cláusula 8 prevé que los nuevos contratos de arrendamiento que realice el Instituto con sus colonos deberán contener la declaración de la existencia del arrendamiento con la UTE y prohibir al colono cualquier mejora en el predio sin la autorización previa del INC y la UTE. Por su parte, la cláusula 1, detalla como *espacios necesarios y útiles* para la construcción del parque: los caminos de acceso a la Central y a cada uno de los 35 molinos a instalarse, tendidos eléctricos aéreos y subterráneos, edificios de control, subestación, torre de medición de viento y toda otra instalación e infraestructura requerida por la finalidad del proyecto.

Este contrato tendrá un plazo de 30 años, al abrigo de la Ley 18.666 que establece una nueva excepción al límite legal de 15 años disciplinado por el artículo 1782 del Código Civil. Cabe tener presente que en el escenario de extinción por vencimiento del plazo y si no se celebrara un nuevo contrato, opera la obligación típica de restitución; la UTE deberá retirar todas las instalaciones y dejar el sitio en las mismas condiciones en que se encontraba antes de la celebración.

Asimismo, la cláusula 7 establece a texto expreso la autorización del INC a la arrendataria a ceder el contrato; con lo cual se contemplan las exigencias convencionales asociadas al Fideicomiso de marras. Finalmente cabe decir que el texto del contrato fue previamente aprobado por Resolución del Directorio del INC N° 6 del 17/6/2015 y del certificado notarial anexo se desprende que los firmantes están capacitados y autorizados para vincular válidamente a los respectivos entes autónomos y no se aprecian apartamientos de las normas de derecho público que disciplinan los cometidos de ambas personas públicas involucradas.

II- B. Contratos de la Emisión.

Son aquellos relacionados directamente con la emisión, a saber: el Contrato de Fideicomiso Financiero, el ya analizado contrato de Gestión y los contratos que vinculan al Fideicomiso con la Bolsa de Valores de Montevideo: Contrato de Entidad Registrante y Contrato de Entidad Representante. Procederemos en el siguiente apartado al análisis del contrato de fideicomiso y haremos referencias a las demás convenciones, en la medida que se entienda pertinente.

Esquema: Con todo lo dicho hasta aquí y siguiendo las resultancias del Prospecto, el Contrato de Fideicomiso y su Anexo I (El Proyecto), se puede esquematizar la estructura operativa financiera de la siguiente forma:

- a) La inversión para la implementación del Proyecto requiere un monto estimado en U\$S 179.000.000, comprensivo del costo de los aerogeneradores en el sitio, todos los insumos, trabajos e infraestructura necesaria para su instalación, operación, mantenimiento, así como los gastos, comisiones, reservas y demás contingencias asociadas. En este proceso de instalación del parque son las figuras principales UTE como Gestor y asimismo comprador de toda la energía eléctrica (PPA) y Gamesa Eólica SL como contratista encargado de la construcción del parque, su operación y mantenimiento.
- b) Esta inversión tendrá un fondeo con un préstamo de largo plazo del orden de los U\$S 125.000.000, lo que representa el 70% y como tal será el principal pasivo del Fideicomiso.
- c) Los otros U\$S 54.000.000 (30% de la inversión total), serán obtenidos mediante la emisión de Certificados de Participación de oferta pública y que darán a sus titulares **derechos de participación sobre el resultado y el remanente del Fideicomiso.** Los Certificados de Participación se emitirán por hasta un máximo de U\$S 60.000.000. UTE se obliga como inversor por el 20% de la emisión total y a adelantar el monto resultante a cuenta de su participación.

Contrato de Fideicomiso Financiero

Cabe aclarar que el Contrato de Fideicomiso se firmó el pasado 12 de setiembre de 2014, fue modificado el 30 de abril de 2015 y a la fecha de este informe existe un borrador con modificaciones que darán una nueva redacción al contrato. Por lo cual los conceptos y opiniones aquí vertidos son las de la última versión en borrador, tomando como supuesto que el mismo será perfeccionado en los términos bajo análisis. Son sus partes constituyentes República Administradora de Fondos de Inversión SA en calidad de Fiduciaria y la UTE en calidad de Fideicomitente, designándose como Beneficiarios a los titulares de los Certificados de Participación, entre los cuáles también se encuentra la UTE.

Objeto y Patrimonio

El contrato tiene por objeto constituir un fideicomiso a cuyo patrimonio se integrarán los aportes iniciales realizados por UTE y los fondos provenientes de la colocación de los Certificados a emitirse, importes que serán un *activo* que deberá emplearse en la ejecución del Proyecto. Los demás "Activos" definidos en la cláusula 1 (Definiciones), coinciden con la delimitación patrimonial de la cláusula 4: (b) los Aerogeneradores, (c) los créditos emergentes del contrato de compraventa de energía, (d) los activos financieros en los que invierta el Fideicomiso (cláusula 21) y "*todos los demás bienes, derechos de cualquier naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso emergentes del propio funcionamiento del Fideicomiso y de las colocaciones transitorias realizadas en valores*". Del análisis de la cláusula se advierte que no se incluyen integrando el patrimonio de forma directa los fondos provenientes del préstamo (Contrato de Financiamiento de Largo Plazo), más allá que resulta lógico entender que los mismos ingresan al patrimonio en virtud de esta cláusula residual que se viene de transcribir, pues los mismos no pueden tener otro destino que el establecido para el resto de los bienes que integran este patrimonio.

El rol de UTE como Gestor y Fideicomitente

La multiplicidad de roles y funciones que asume el ente trascienden el título. Sin embargo, preferimos partir de estos dos elencos de acción, pues de una forma u otra, todas las demás funciones son desprendimientos de ellos. Así tenemos que UTE: **a)** se vincula a través del contrato de Gestión que suscribe con la Fiduciaria, convención que lo coloca como promotor del emprendimiento, asumiendo las tareas de negociador, coordinador y controlador de todos los demás contratos del Proyecto; **b)** se

vincula además como Fideicomitente, con la particularidad que si bien este papel no lo juega solo, pues también están los suscriptores iniciales, la UTE ya está obligada a realizar los aportes que establece la cláusula 7 del Contrato, lo que representa el punto de inicio del patrimonio fiduciario y como se verá seguidamente, una de las garantías que asume la UTE.

En efecto, la norma citada dice que **en forma previa a la emisión** la UTE se obliga a aportar en dinero un monto mínimo equivalente a 20% de la emisión de los Certificados de Participación. Este aporte será un **adelanto** por cuanto queda dicho que el Fideicomiso lo registrará a cuenta de la suscripción de Certificados de Participación por parte de UTE y asimismo que si este adelanto de UTE es superior al 20% el exceso le será devuelto con parte de los fondos que reciba a través del procedimiento de emisión.

Véase además que el compromiso económico asumido por UTE - en tanto Fideicomitente - es potencialmente mucho mayor al equivalente al 20% de la emisión que viene de comentarse. La misma norma contractual establece que *“en caso que los fondos obtenidos del Préstamo y los recibidos por la emisión de los valores no sean suficientes para la Finalización del Proyecto, de acuerdo al presupuesto aprobado por la Entidad Financiadora, UTE, en su calidad de Fideicomitente, se obliga adicionalmente a **aportar fondos, no reembolsables, por hasta USD 8:000.000**”*. Finalización del Proyecto equivale a Recepción Provisional del Suministro según el contrato de Construcción Llave en Mano.

Pero UTE asume un rol clave que no refiere directamente al de Gestor y tampoco al de Fideicomitente; se trata de la compra de toda la energía que genere el parque eólico como consecuencia de la ejecución del Contrato de Compraventa de Energía (PPA).

En este sentido, la cláusula 8 del Contrato, pone a cargo de UTE y en forma adicional a los aportes que viene de señalarse, la obligación de hacer adelantos por compra de energía no generada. Esta nueva garantía – no se utiliza el término en su sentido jurídico estricto sino como factor mitigante de contingencias – está reservada para el supuesto que *“por cualquier motivo”* el Proyecto no se termine y esté en funcionamiento dentro de los 24 meses del inicio de la ejecución del contrato de Construcción Llave en Mano. En tal supuesto y a partir del mes 25, UTE comenzará a adelantar pagos en forma semestral por compra de energía considerando la energía esperada a ser generada.

Lógicamente en este supuesto, se genera un pasivo *contingente* a cargo del fideicomiso que deberá pagar a la UTE mensualmente a partir del año 10 siguiente al cumplimiento del mes 25 señalado y en un plazo de 5 años.

Del préstamo para el financiamiento de largo plazo.

Respecto de esta contingencia contractual, neurálgica para el éxito del emprendimiento, el Contrato aborda su tratamiento en diversas cláusulas destacándose en primer lugar la **novena** Resulta relevante hacer una referencia al sistema de ejecución de las garantías previsto en esta cláusula, proceso que - si bien ajustado a derecho – luce exorbitado de las previsiones del sistema creado por la Ley 17.703, al menos en dos aspectos, a saber: **a)** el mandato fiduciario entre el fideicomitente (UTE) y la Fiduciaria, cede, se hace inoperante, o sencillamente desaparece ante la configuración de cualquier incumplimiento del préstamo, pasando a recibir instrucciones directamente de su acreedor, ergo **un tercero** y **b)** si entendemos que el incumplimiento del préstamo es de tal magnitud que impone la ejecución de la garantía (en cualquier caso la caución serán los Activos del fideicomiso), sugiere un escenario de insuficiencia patrimonial (artículo 31 LF), donde se estaría desoyendo su tenor ya que los titulares nada tendría que resolver sobre la administración y eventual liquidación del patrimonio.

En última instancia, el evento de incumplimiento del préstamo, habilita al financiador a sustituir al Gestor (UTE) por un **Sucesor Calificado**, quien en definitiva podrá gestionar el parque o, llegado el caso, vender en forma privada (ejecutar), todos los Activos del fideicomiso, pagar en primer orden los servicios del préstamo (Obligaciones Garantizadas) y el remanente quedará a para el fideicomiso. Cabe aquí recordar que el diseño del préstamo prevé que todos los bienes del fideicomiso garantizan su pago (prenda de fondos y valores). No obstante, tal previsión luce de menor porte si consideramos la prerrogativa de la cláusula 9; mediante la cual, el financiador está habilitado directamente a tomar el control del parque eólico (*step in*) e incluso venderlo. En suma, ante un incumplimiento relevante del préstamo, seguirá prefiriéndose la sustitución en la gestión del parque eólico que la venta concreta de cada uno de sus activos, alternativa que parece mejor noticia incluso para los titulares de los CP.

Por su parte y conforme surge de la **cláusula 12** denominada **“Subordinación al pago de Préstamo y gastos del Fideicomiso”** se subordina cualquier pago que pudiera corresponder a los beneficiarios (titulares de certificados de participación), a la *“cancelación previa de los gastos del fideicomiso, las obligaciones y compromisos asumidos bajo el Préstamo”*.

De la Condición Resolutoria de la cláusula 11.

Se prevé como condición resolutoria (arts. 1427 y 1428 del Código Civil) la eventualidad que no se suscriba la totalidad de los valores ofrecidos, en cuyo caso el Fiduciario no procederá a realizar la emisión, circunstancia que **determinará que el fideicomiso se resuelva en forma automática**. El Fiduciario procederá en tal supuesto y en un todo de acuerdo con la solución legal, a devolver a UTE los fondos remanentes en el patrimonio del fideicomiso, así como a ceder los derechos y créditos emergentes de los contratos del Proyecto que se hubiesen firmado.

Programa de emisión, suscripción e integración.

Según las previsiones de las cláusulas 10 y 14, podemos esquematizar del siguiente modo:

- 1) La emisión tendrá un monto máximo de U\$D 60.000.000.
- 2) Los Certificados de Participación serán valores escriturales y de oferta pública, siendo de aplicación las disposiciones de la Ley 18.627 (Capítulo II).
- 3) Los CP **darán a sus titulares derechos de participación sobre el resultado y el remanente del Fideicomiso**. Esto sucederá de dos maneras y ocasiones temporales: el 30/5 y 30/11 de cada año (*Fechas de Cierre para Distribución*), siempre que existan Fondos Netos Distribuibles, definidos como *“los fondos que excedan el saldo mínimo de Caja (SMC)”*; o por *la distribución final bajo el rubro Fondos Netos Remanentes*, esto es, los fondos que existan en el activo del Fideicomiso a su extinción y una vez canceladas todas las obligaciones del mismo. El SMC será informado por el Gestor al Fiduciario y es el monto mínimo de Fondos Líquidos que deberá tener el Fideicomiso en cada fecha de cierre en condiciones de ser distribuidos; para lo cual debe considerarse la subordinación al pago previo del Préstamo y los Gastos del Fideicomiso.
- 4) La emisión se hará una vez quede registrada la oferta pública por el BCU. Los valores a emitirse cotizarán en la Bolsa de Valores de Montevideo SA.

Etapas.

La suscripción se hará en dos etapas diferenciadas por montos, modo de adjudicación e integración. La primera etapa será por hasta U\$S 15.000.000, con un monto máximo de suscripción y por inversor de U\$S 20.000 (el mínimo será de U\$S 1.000). El período de suscripción será de tres días

hábiles, al cierre del cual y en función de la demanda, el emisor fijará el monto máximo por suscripción individual que será el mismo para todos los inversores de esta etapa. La integración se hará el segundo día hábil a contar desde la fecha de cierre del período de suscripción, procediendo el Fiduciario a emitir los CP correspondientes. En esta misma fecha se hará la emisión de los CP adjudicados a UTE por el 100% de la integración ya adelantada y equivalente al 20% del monto total de la emisión (cláusula 7 del Contrato).

La segunda etapa comenzará el día siguiente al cierre de la suscripción de la primera y será por hasta U\$S 60.000.000 pero descontando el monto de CP adjudicados en la etapa anterior y los adjudicados a UTE por el adelanto de integración al proyecto. En esta etapa se licitará por precio (sistema holandés) y de existir exceso de demanda al precio de corte, se adjudicará a prorrata de las ofertas realizadas a dicho precio.

Esta segunda etapa tendrá además la particularidad que la integración estará diferida a un único momento, esto es, a los 10 días de realizado el requerimiento por parte del Fiduciario. Esto acontecerá dentro de los 210 días a contar desde el cierre del período de suscripción de los Certificados de Participación.

Cancelación anticipada y Cierre Financiero.

De lo que viene de decirse y repasando las cláusulas 9 y 10 del Contrato observamos que se establece un plazo máximo de 210 para dos eventos trascendentes para el emprendimiento: el Cierre Financiero (cumplimiento de todas las condiciones precedentes para el desembolso del Préstamo) y asimismo la integración y emisión de todos los Certificados de Participación. Si estos eventos no acontecen en el lapso previsto, la consecuencia es la cancelación anticipada de los certificados. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la integración diferida para los CP de la segunda etapa no necesariamente debe ser anterior al cierre financiero; queda abierta la posibilidad que ocurra primero el cierre financiero o a la inversa, la integración de esta segunda etapa, con tal que ambos eventos ocurran dentro de los 210 días.

Otros apuntes sobre el Contrato de Fideicomiso.

1 - Plazo. Según la cláusula 17 del Contrato, *“el Fideicomiso se mantendrá vigente y válido hasta tres meses posteriores al término del Período de Suministro bajo el Contrato de Compraventa de Energía Eléctrica”*. La remisión a este contrato implica advertir que se establece un plazo de Suministro de 20 años; el cual coincide - según las definiciones del propio contrato - con el Período de Suministro, definido como el lapso de compraventa de energía que comienza a correr a partir de la obtención de la primer Acta de Habilitación (parcial o final). Asimismo se prevé un plazo de construcción de 2 años, con lo cual añadiendo los 20 años del contrato PPA, nos arroja un plazo total estimado de 22 años. Sin embargo, el contrato establece un plazo máximo de Instalación de 3 años desde la firma del contrato siendo a su vez el plazo máximo para la obtención del Acta de Habilitación Final. De lo cual se infiere que el punto de partida para el cómputo de los 20 años se ubica en algún momento dentro de los 3 años señalados (Acta de Habilitación parcial o final), pero nunca más allá de dicho lapso. Lógicamente el fideicomiso no podrá exceder en ningún caso el límite legal de 30 años.

2 - Entidad Registrante y Representante. La Fiduciaria ha seleccionado a la Bolsa de Valores de Montevideo SA (BVM) como Entidad Registrante de los Certificados de Participación y asimismo como Entidad Representante de los titulares de estos valores. Rigen al respecto las disposiciones de los artículos 23 a 49 de la Ley de Mercado de Valores N° 18.627 en lo atinente a la actuación de BVM como

Entidad Registrante y lo dispuesto por los artículos 73 y 74 del mismo cuerpo legal, respecto de su desempeño como Entidad Representante de los Titulares. Se tuvo a la vista los contratos de Entidad Registrante y Representante entre la Fiduciaria (emisor) y la BVM, convenciones que contemplan en forma adecuada las disposiciones precitadas. En cuanto al ejercicio de BVM como representante se sugiere tener especialmente en cuenta la actuación en las Asambleas de Titulares (cláusula 27 del Contrato).

3 – Consideraciones finales. En cuanto a la adecuación de la estructura analizada con el orden jurídico vigente, el Contrato cumple con las normas legales y reglamentarias que disciplinan el fideicomiso financiero, el especial los artículos 25 a 33 de la Ley 17.703.

Se cumple asimismo los requisitos de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como de oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 del mencionado cuerpo legal) y fue presentado al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003.

Los Certificados de Participación a emitirse son escriturales, de **oferta pública** y se prevé su cotización bursátil. Según los artículos 25 y 27 de la Ley 17.703, los Certificados de Participación son títulos valores, por lo que rige en lo pertinente el Decreto Ley 14.701, según remisión expresa de las normas precitadas. Cabe señalar que si bien estos títulos presentan los signos de literalidad y autonomía típicos, deberán tenerse en cuenta las disposiciones de la Ley 18.627 como fuente de particularidades propias de estos documentos, sobre todo en lo que atañe al régimen de transmisión del título y constitución de los derechos que se incorporen al mismo.

En el Contrato surgen pautadas las disposiciones legales sobre la obligación de rendir cuentas que recae sobre todo fiduciario (art. 18) y las relativas a la actuación de los titulares a través de las asambleas (art. 32), en las cláusulas 28 y 27 respectivamente.

En cuanto a la responsabilidad de las partes en el contrato de fideicomiso, la misma se rige por los principios generales previstos por nuestro Código Civil. En cuanto al fiduciario, el artículo 16 de la Ley 17.703 consagra un principio de responsabilidad subjetiva bajo el estándar del **buen hombre de negocios** y en tanto ejerce el encargo como profesional en la materia. En la convención, la responsabilidad de la fiduciaria se encuentra disciplinada en las cláusulas 23 y 24.

III- Análisis de Riesgos jurídicos asociados a la estructura

La perspectiva de este informe pretende alinearse con la del inversor, quien debe decidir la adquisición de los títulos que a través del mercado bursátil ofrecerá el fideicomiso. Desde esta óptica los riesgos que se buscan identificar y valorar quedan circunscriptos a aquellos que pueden afectar el derecho de los futuros tenedores de dichos títulos.

Dado que los Certificados de Participación otorgan un derecho de crédito a partir de la generación de utilidades del emprendimiento que se financia, sin perjuicio de considerar los riesgos operativos, vinculados con los plazos de construcción de la infraestructura, instalación de los aerogeneradores y el comienzo efectivo de la producción a los niveles esperados, se hace necesario indagar también sobre la seguridad jurídica del complejo entramado contractual, a partir del análisis de la validez y eficacia de cada uno de los actos y negocios jurídicos que la componen, además de las condiciones de exigibilidad del crédito contenido en los títulos.

III.A. Contingencias subjetivas.

Abordaremos en este apartado el análisis de los aspectos subjetivos de la estructura, centrándonos en la comprobación del cumplimiento de los requisitos de capacidad, legitimación y poder normativo negocial que el ordenamiento exige a cada sujeto para la validez y eficacia de los actos que celebra.

1. De la Fiduciaria.

República Administradora de Fondos de Inversión SA (República AFISA), es persona jurídica vigente y su objeto exclusivo consiste en la administración de fondos de inversión, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 16.774 y complementarias; se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciario financiero según las disposiciones de la Ley 17.703 y autorizada a operar en dicha calidad por el Banco Central del Uruguay desde agosto de 2004.

En la ejecución del negocio fiduciario, serán sus obligaciones centrales: suscribir los contratos del Proyecto (con excepción de los contratos de arrendamiento), siguiendo las recomendaciones, términos y condiciones que indique UTE, emitir los Valores y administrar el patrimonio del fideicomiso en un todo de acuerdo con los términos y condiciones del Contrato y de la normativa vigente; mantener un inventario y contabilidad separados de los bienes, derechos y obligaciones que integran el patrimonio del fideicomiso y especialmente deberá efectivizar esta separación de inventario y contabilidad respecto de todos los demás fideicomisos que administra.

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

Como se desprende de los distintos contratos que se integran a la estructura del fideicomiso y tal como se refiriera en los apartados anteriores, la UTE asume un vasto haz obligacional en tanto desarrolla una multiplicidad de roles.

Marco jurídico:

La UTE fue creada con el cometido de desarrollar las etapas de generación, trasmisión, distribución y comercialización de la energía eléctrica, originalmente en régimen de monopolio. A partir de la Ley 16.832, la actividad de generación salió de tal régimen y puede ser realizada por empresas autorizadas a funcionar como generadoras, ampliando además sus posibilidades de actuación al campo de prestación de Servicios de Asesoramiento y Asistencia Técnica en las áreas de su especialidad y anexas, tanto en el territorio de la República como en el exterior.

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

En atención a todo ello y en el marco de sus competencias legales, por acto administrativo identificado como R.14-1458 del 7 de agosto de 2014, el Directorio de UTE, resolvió: *“1- Autorizar la suscripción del Contrato de Fideicomiso y sus Anexos I, II y III con República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA), a tenor de los textos que se adjuntan”*

Cumplido lo cual y en virtud de modificaciones propuestas por las partes, por acto administrativo R 15-781 del 23 de abril de 2015, el Directorio de UTE resolvió en lo medular: *“1 – Aprobar las modificaciones*

al Contrato de Fideicomiso Financiero Arias y al Contrato de Gestión, a tenor de los textos que se adjuntan”

Cabe hacer alguna referencia a la intervención del Tribunal de Cuentas. Según lo dispuesto por los artículos 211 y 228 de la Constitución de la República compete al Tribunal de Cuentas la función de contralor de la gestión financiera del Estado. En la estructura de marras es dable considerar, no obstante, que la actividad de generación de energía no está bajo el régimen de monopolio del Estado.

En tal sentido, debe estarse a lo dispuesto por el artículo 33 numeral 21 del TOCAF. En cualquier caso, nada exonera la opinión preventiva del Tribunal de Cuentas a los efectos de certificar la legalidad del gasto, máxime cuando en la documentación analizada, hay referencias concretas sobre el punto.

En efecto, la misma Resolución R.14-1458, dispone en su numeral 3 **“Ordenar – *ad referendum del control de legalidad del Tribunal de Cuentas* – la suma de USD 16:000.000 por concepto de pago a cuenta de la suscripción de los Certificados de Participación de UTE en el Fideicomiso Financiero Arias, los cuales será transferidos para atender gastos de avances del proyecto a incurrir previo a la emisión”**. Se trata del aporte comprometido por UTE en la cláusula 7 del Contrato.

3. De los beneficiarios.

Finalmente y en lo que atañe a los requisitos de capacidad jurídica y poder normativo negocial de los beneficiarios (suscriptores y titulares de los Certificados de Participación), deberán ser calibrados en atención a las particularidades personales o institucionales de cada inversor; tanto en lo atinente a la operación bursátil como para participar en el contrato de fideicomiso.

En suma, de la compulsa 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. B. Contingencias objetivas.

En la medida que el presente informe atiende especialmente el interés del inversor – beneficiario, la principal contingencia de carácter objetivo está relacionada con en primer lugar con la regulación contractual de las circunstancias que inciden en la generación de Fondos Netos Distribuibles en cada uno de los ejercicios durante el plazo de vigencia del fideicomiso, y una vez generadas éstas, con la seguridad de su distribución puntual.

Considerando las particularidades del proyecto y la posición jurídica de los tenedores de Certificados resultan de particular interés los siguientes tópicos: **a)** mecanismos contractuales previstos para garantizar el cumplimiento de los plazos de construcción, instalación y puesta en funcionamiento del proyecto; **b)** previsiones tendientes a garantizar que se alcancen los índices promedio de productividad energética previstos; **c)** garantías de mantenimiento de las condiciones y precio de venta de la energía eléctrica generada; **d)** la actuación de los titulares a través de las asambleas, sus competencias y atribuciones; **e)** vías para ejercitar el derecho a la información mediante rendiciones de cuenta relativas al avance en la ejecución del proyecto y **f)** la obtención y mantenimiento de las autorizaciones y habilitaciones administrativas requeridas por el Proyecto.

a. Plazos y condiciones de construcción, instalación y funcionamiento.

Estas contingencias se encuentran reguladas por las previsiones del contrato de Construcción llave en mano el que fuera objeto de un análisis particular en apartados anteriores, siendo pertinente en esta instancia referir específicamente a las potestades de control e información del contratante durante la ejecución de la obra, habiéndose establecido la facultad de aquel de ingresar al parque en construcción para su inspección. El contratista además deberá proporcionar las especificaciones, datos, informes y cualquier otro documento relacionados al Suministro que la contratante o la entidad financiadora puedan razonablemente requerir.

En cuanto al personal que trabajará en la obra, es importante consignar que estará en relación de subordinación y dependencia del contratista, el contratante no tendrá ninguna responsabilidad laboral, previsional, o por los seguros de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales; asumiendo el contratista todas las responsabilidades precisadas tanto respecto del personal directamente contratado por ella así como en relación a los subcontratos necesarios para la ejecución de la obra. Por su parte y en relación a este mismo tema, el Fiduciario deberá informar a los titulares – con base en el informe trimestral elaborado por el Gestor – sobre el cumplimiento de las normas laborales, previsionales y de seguridad (Ley 18.251) (cláusula 28 del Contrato – rendición de cuentas).

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. Se prevén asimismo, multas diarias por el retraso en la fecha de recepción provisional que pueden llegar a un máximo del 10% del precio contractual.

Transcurridos dos años tras la fecha de la Recepción Provisional del Suministro, si no hubiera reclamaciones pendientes por defectos a la garantía de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Garantía, Operación y Mantenimiento, se procederá a la Recepción Definitiva del Suministro. Una vez construido el parque y en relación con su mantenimiento posterior, el Contratista asume la obligación de suministrar piezas de repuesto para el Equipo de Aerogeneradores a precios de mercado y en condiciones aceptables, por un plazo de veinte (20) años a partir de la Fecha de Recepción Provisional. Finalmente, cabe referir a la regulación que de la responsabilidad de las partes, en tanto se prevé que la máxima responsabilidad de las mismas por los posibles daños, indemnización por daños y perjuicios, reclamaciones, demandas, pleitos, causas judiciales, pérdidas, gastos y/u obligaciones asociadas de alguna manera al Contrato y al Contrato de Garantía, estará limitada al cien por ciento (100%) del valor del Precio Contractual. Esta limitación no operará para el caso de que la responsabilidad sea por causa de dolo o fraude de alguna de las partes.

b. Índices promedio de productividad previstos

Alcanzar los índices de productividad previstos en los plazos establecidos es un objetivo central pues de ello depende la viabilidad del emprendimiento y la rentabilidad de la inversión de los beneficiarios. El Contrato de Garantía Operación y Mantenimiento es precisamente la herramienta jurídica diseñada al efecto.

Como ya fuera analizado ut supra, la contratista (Gamesa Eólica SL) asume la obligación de garantizar el buen funcionamiento del Suministro instalado y la prestación del Servicio de Operación y

Mantenimiento de la Central Generadora, por un plazo inicial de 15 años a partir de la Recepción Provisional de la obra.

c. Estabilidad de condiciones y precio de venta

Las condiciones de venta de la energía generada se encuentran previstas en el Contrato de Compraventa de Energía Eléctrica a celebrarse entre el Fiduciario en su calidad de **Generador** de la energía eléctrica y UTE. De su tenor surgen aseguradas las condiciones de compra (precio, actualizaciones, facturación y pago) por parte de UTE de toda la energía que se logre generar durante todo el período de suministro. La vigencia de este contrato está sometida a la condición suspensiva de la intervención del gasto comprometido por parte del Tribunal de Cuentas.

Conforme a lo establecido por el Artículo 20° del Decreto Ley 15.031 de 4 de julio de 1980, todas las rentas y bienes de UTE garantizan con sujeción a las leyes, el pago de las obligaciones que contraiga. En defecto de ello, responderá subsidiariamente el Estado. La falta de pago de cuatro facturas consecutivas o cinco alternadas, sin que UTE haya realizado observaciones a dichas facturas y previa intimación con plazo de 10 días, da derecho al generador a rescindir unilateralmente y de pleno derecho dicho contrato.

Cabe precisar que la venta realizada a UTE se realiza en régimen de exclusividad, prohibiéndose la enajenación o cesión bajo ningún título a terceros.

Para el caso de no alcanzar un mínimo de Potencia Instalada igual o mayor a 42 MW, UTE queda facultada para rescindir de pleno derecho el presente contrato y ejecutar la garantía otorgada por el Generador. La constitución de la garantía de fiel cumplimiento del contrato es eventual, pues UTE se reserva el derecho a requerir su constitución.

d. La actuación de los titulares.

El análisis de las formas de participación y actuación de los titulares de Certificados de Participación en el desarrollo del proyecto debe hacerse en dos niveles. Por un lado, corresponde referir a las previsiones legales y contractuales que regulan el marco general de su actuación, y por otro lado, corresponde referir a las limitaciones al poder de decisión sobre algunos temas, originalmente de la Asamblea de Titulares, que resultan de las condiciones del Préstamo.

En cuanto a lo primero y según lo dispuesto por la cláusula 27 del Contrato, tenemos:

1. La convocatoria a Asamblea podrá ser realizada por la Bolsa de Valores de Montevideo SA (en su condición de Entidad Representante), la Fiduciaria o Titulares que representen al menos el 20% del valor nominal de los valores emitidos. Cualquiera sea el solicitante, la Bolsa de Valores de Montevideo SA convocará a la Asamblea dentro de los 60 días de recibida la solicitud. Como Entidad Representante será quien presida las Asambleas (pudiendo eventualmente designar a un Titular o incluso un tercero); tendrá decisión inapelable sobre cualquier controversia relacionada con el procedimiento y podrá dictar las reglamentaciones de funcionamiento que entienda del caso. El quórum de asistencia para que la Asamblea sesione válidamente será la presencia (por sí o por representante) de Titulares que representen un porcentaje del valor nominal de los valores igual o mayor al porcentaje que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen. Para la determinación del quórum no se tendrá en cuenta a los titulares con vinculación directa o indirecta con el Fiduciario, así como tampoco los Certificados propiedad de UTE para el caso de existir conflicto

de intereses por su rol como Gestor o contraparte en los contratos celebrados con el fideicomiso.

2. Cada certificado dará derecho a un voto y tendrán derecho a voto los Titulares presentes en la Asamblea que estén registrados como tales según el registro que llevará Bolsa de Valores de Montevideo SA (en calidad de Entidad Registrante).

3. Decisiones y Competencias. Hay ciertas decisiones que por su trascendencia únicamente pueden adoptarse por el voto conforme de al menos dos Titulares que representen en forma conjunta un valor nominal superior al 75% del total de valores emitidos (cláusula 27.4). Estas son: modificar las condiciones de la emisión de los Certificados de Participación; determinar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario, designar la persona encargada de tal fin, la extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial, la sustitución de la Entidad Representante y la remoción del Gestor. Todas las demás decisiones sobre cualquier asunto contenido en el orden del día (incluyendo y como ejemplo sustituir a la Fiduciaria), deberá adoptarse por el voto conforme de titulares cuyos valores representen en conjunto un valor nominal superior al 50% del valor nominal de los valores emitidos. En todo lo que viene de decirse son de aplicación los artículos 48, 49, 345, 346, 347 y relacionados de la Ley de Sociedades Comerciales Nº 16.060, artículo 3.5 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV – BCU) y naturalmente lo dispuesto por el artículo 32 de la Ley 17.703.

Debe tenerse presente que el último párrafo de la cláusula 27.3 establece una limitación al poder de decisión de la Asamblea: *“Mientras no se haya integrado la totalidad de los Valores suscriptos, los Titulares no podrán adoptar ninguna resolución que modifique el Contrato de Fideicomiso, el Documento de Emisión, los Contratos del Proyecto ni los términos de los Documentos de Financiación”*. Esta limitación se justifica en la existencia de un programa de integración diferido. Empero, a nuestro juicio la mención es algo redundante desde que la calidad de Titular sólo se configura con la integración de los valores suscriptos, o dicho de otro modo, hasta que ello no ocurra el suscriptor no estaría legitimado para comparecer y votar en una Asamblea.

Ingresando en el segundo nivel de análisis, corresponde referir a las eventuales cortapisas que a las potestades de la Asamblea de Titulares que se viene de referir resultan de las condiciones del Préstamo financiero. En este sentido y como ya adelantáramos, la cláusula 9 del contrato de fideicomiso al establecer las condiciones de negociación del Préstamo, establece que en el caso de incumplimiento en el pago – extremo indiciario de un estado de insolvencia del fideicomiso - *“el Fiduciario dejará de cumplir cualquier instrucción de UTE o de los Titulares, y pasará a actuar exclusivamente de acuerdo con las instrucciones que le imparta el titular del Préstamo...”*; el que podrá *“instruir la ejecución o enajenación de la totalidad o parte de los Activos de conformidad con los procedimientos de ejecución previsto en las garantías que se hayan constituido...”*. En otros términos, verificada la hipótesis prevista en el Contrato, la Asamblea de Titulares como órgano político del fideicomiso quedará imposibilitada de ejercer las competencias que le atribuyen el Contrato y la propia ley de fideicomiso.

e. Información y rendición de cuentas.

La obligación de rendir cuentas está implícita en la gestión de administración que asume la Fiduciaria frente a los Titulares. En tal sentido la Fiduciaria se obliga a enviar a la Entidad Registrante, semestralmente un informe con los Estados Contables de Fideicomiso y una copia del informe semestral de auditoría técnica realizado por UTE y a remitir anualmente copia de los Estados Contables del Fideicomiso, y de existir, un informe sobre los Fondos Netos a Distribuir. Además el Fiduciario queda obligado a informar cualquier observación que surja del informe trimestral elaborado por el Gestor (UTE) sobre cumplimiento de la normativa laboral y de seguridad social. Cada informe es considerado

una rendición de cuenta que cada titular podrá observar por escrito dentro de los treinta días siguientes y en caso contrario se entenderá tácitamente aprobada, liberando de responsabilidad al Fiduciario. Además de estas instancias de información periódica, también se prevé la posibilidad de que cualquier titular requiera al Fiduciario cualquier información sobre el patrimonio fiduciario (cláusula 28).

f. Autorizaciones Administrativas del Proyecto.

El Proyecto requiere una serie de aprobaciones y autorizaciones públicas que imponen normas legales y reglamentarias aplicables al sector energético y en función de todos los aspectos involucrados en la naturaleza del emprendimiento. Ellas son: **(i)** las autorizaciones ambientales que correspondan al Proyecto según su tipología y categoría y **(ii)** las aprobaciones para poder operar como generador del sistema eléctrico nacional.

(i) Autorizaciones ambientales.

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

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.

(ii) Aprobación para la generación de energía.

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

El Decreto 360/002, reglamentario del marco regulatorio del sector eléctrico nacional, aprueba el Reglamento del Mercado Mayorista de Energía Eléctrico, elaborado en forma conjunta por la Unidad Reguladora y la Dirección Nacional de Energía. Los artículos 53 y 54 del Reglamento, bajo el título “Autorización de nueva generación”, establecen que será el Poder Ejecutivo (Ministerio de Industria, Energía y Minería), quien autorice la generación, previo contralor de los requisitos del proyecto allí explicitados, entre las que cabe destacar el literal h) del art. 54 que exige la presentación de la “*autorización ambiental previa*”. La actual redacción de este artículo 54 del Reglamento, está dada por el Decreto 174/2013, que mantiene la exigencia anotada. El Contrato en su cláusula 8 pone a cargo de la

UTE la obligación de realizar las gestiones necesarias para que el Fideicomiso obtenga la aprobación para operar como generador del sistema.

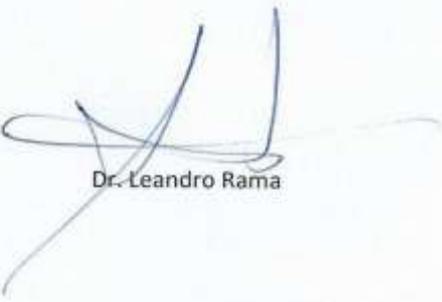
Finalmente cabe señalar que la actividad de generación de energía eólica está amparada en los beneficios fiscales establecidos en la Ley 16.906; conforme a la cual, la declaración de promoción debe solicitarse ante el Poder Ejecutivo (arts. 6 y 12), una vez inscripto el Fideicomiso en el BCU.

Estas dos últimas actuaciones administrativas: autorización de generación y la declaración de promoción, serán gestionadas una vez inscripto el Fideicomiso en el BCU.

IV – CONCLUSIÓN.

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

Montevideo, 23 de octubre de 2015.-



Dr. Leandro Rama