

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
CALIFICACIÓN DE LOS  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN  
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO  
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO  
FONDO DE DEUDA PARA  
INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY  
- CAF I**

*Montevideo, noviembre de 2019*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN, ANTECEDENTES
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
23	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de la Calificación de Riesgo de la Emisión de CPs del FF del Fondo de Deuda para la Inversión en Infraestructura en Uruguay – CAF I**  
**29 - noviembre - 2019**

<b>Fecha de suscripción:</b>	25 de octubre de 2016
<b>Plazo:</b>	30 años
<b>Fiduciario:</b>	República Administradora de Fondos de Inversión (RAFISA)
<b>Monto:</b>	hasta 2.800.000.000 de UI (equivalente)
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Son el conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso.
<b>Asesor Legal:</b>	Ferrere Abogados
<b>Fideicomitentes y Beneficiarios:</b>	Suscriptores iniciales de los CPs
<b>Gestor:</b>	CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay, S.A. (CAFAMU)
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Entidad Registrante:</b>	RAFISA
<b>Administración y pago:</b>	República AFISA
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE
<b>Vigencia:</b>	hasta el 30 de abril de 2020.
<b>Comité de Calificación:</b>	Ec. Julio de Brun, Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán
<b>Calificación de riesgo:</b>	A - (uy)
<b>Manual Utilizado:</b>	"Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros"

## Resumen General

***CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay – CAF subiendo la categoría A – (uy) de grado inversor.***

Este incremento en la nota se justifica por la constatación del avance en las obras, la firma de nuevas operaciones de préstamo y el consiguiente mayor grado de utilización de los recursos del Fideicomiso todo lo cual hacen que las proyecciones financieras hechas sobre bases reales acompañen lo que hasta el momento estaba sustentado fundamentalmente en la organización jurídica y la capacidad profesional de las instituciones involucradas en el funcionamiento del Fideicomiso.

El objeto de esta emisión consiste en la generación de recursos para la realización de inversiones en un portafolio de Deuda Senior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay por un monto de hasta UI 2.800 millones.

Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

### **Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:**

- El análisis jurídico efectuado en ocasión de la calificación original descarta eventualidades de conflictos derivados, por ejemplo, de la construcción jurídica, los contratos respectivos y el cumplimiento con normas vigentes, entre otros.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

### **Respecto de la Administración:**

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- El Gestor ha ido acumulando experiencia en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay, beneficiándose de los antecedentes profesionales de los integrantes de su staff y la vinculación que tiene con la CAF, tanto organizacional como con el compromiso de ésta de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos. Se destaca la creación de un Comité de Crédito y de una Comisión de Calificación de Cartera cuyos roles están claramente descriptos. Junto al Comité de Vigilancia dan razonable seguridad en el cumplimiento de los objetivos y procedimientos planteados, lo que pudo comprobarse en las inversiones concretadas.

## **Respecto de los flujos proyectados:**

- A la fecha de este informe hay tres inversiones en deuda con contrato de préstamo firmado, que comprometen fondos por hasta 1,9 mil millones de unidades indexadas<sup>1</sup>. Por el momento, se llevan acumulados desembolsos por 577 millones de unidades indexadas, lo que representa algo más de un quinto del capital suscrito. Nuestra estimación del flujo de fondos proyectado del Fideicomiso arroja una rentabilidad esperada para los inversores del orden del 5,9% real anual, aproximadamente en el mismo nivel que habíamos obtenido en nuestra actualización de la calificación en abril de este año. El avance en las obras, la firma de nuevas operaciones de préstamo y el consiguiente mayor grado de utilización de los recursos del Fideicomiso hacen que las proyecciones financieras vayan ganando mayor peso en la evaluación crediticia, que hasta el momento estaba sustentada fundamentalmente en la organización jurídica y la capacidad profesional de las instituciones involucradas en el funcionamiento del Fideicomiso.

## **Respecto del entorno y el riesgo político:**

- En el informe de calificación de CARE de marzo de 2016 se concluyó que las necesidades de inversiones para el quinquenio 2016-2021 (que es el período de inversión definido para el Fideicomiso), factibles de ser realizadas bajo la modalidad de Participación Pública Privada (PPP), son de algo más de USD 2,9 mil millones. El grado de desarrollo de la economía uruguaya, el clima favorable para la inversión en infraestructura (tanto por las políticas públicas como el interés privado) y el rezago existente en materia de inversión pública, dan fundamento a tal estimación. Este monto excede largamente el capital disponible para invertir por parte de este Fideicomiso Financiero, por lo que no encontrábamos restricciones en materia de disponibilidad de proyectos para una total aplicación de los fondos. Con un 70% de los recursos ya comprometidos en contratos de préstamos y un 20% desembolsado, se verifica el acierto de dicha suposición.
- Por otra parte, dada la necesidad de promover la actividad a realizar por el "Fideicomiso Financiero de Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I", el Poder Ejecutivo aprobó los Decretos N° 162/15 y 269/15 mediante los cuales se concedieron exoneraciones impositivas tanto al fideicomiso como a la empresa gestora, reforzando así el compromiso político con esta operación.
- No se advierten riesgos en este sentido ante el cambio de administración que habrá de producirse a partir del 1ero de marzo de 2020.

<sup>1</sup>. Son las que financian los contratos PPP realización de obras y mantenimiento en las Rutas 21 y 24, en las Rutas 14 y 3 y un proyecto de infraestructura educativa.

## I. INTRODUCCIÓN, ANTECEDENTES

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I" (en adelante, CP).

La calificación de riesgo y sus respectivas actualizaciones suponen la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa, no obstante, una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores. Por tanto, la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un elemento más a tener en cuenta. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de lo que, a su juicio, son fuentes confiables.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, vale decir, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al o los proyectos de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, el que sólo puede modificarse con arreglo a determinados procedimientos.

En este caso, en tanto el fideicomiso invierte en deuda de determinadas características que sólo financian proyectos de infraestructura, se prevé la intervención de CARE en ocasión de cada negocio de financiamiento, de tal forma de verificar que la calificación del fideicomiso no cae debajo del grado inversor a medida que se concreta la participación en nuevos financiamientos o si, incluso, la concreción satisfactoria de esos negocios determina, dados otros factores, un mejoramiento de la nota inicial<sup>2</sup>. En definitiva, la nota seguirá, entre otros criterios, el cumplimiento del objetivo y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

Como se señaló en anteriores informes de calificación por parte CARE de los CPs de este Fideicomiso, el hecho de que éste se constituía para estructurar operaciones de financiamiento todavía no concretadas le confería características particulares, cobrando particular relevancia en los primeros informes de calificación el análisis de la política de inversión, la conformación de la estructura de decisiones acerca de ella, las disposiciones de gobierno corporativo en general, las relaciones económicas de la cartera y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave. Pero a la fecha de este informe se han incorporado tres proyectos de inversión a los activos del Fideicomiso, que representan compromisos de deuda senior por 1,9 mil millones de unidades indexadas (un 70% del capital suscrito por los inversores en el Fideicomiso). Los desembolsos ya totalizan UI 577 millones, poco más de un quinto de los recursos disponibles. Por lo tanto, las proyecciones financieras empiezan a tener más incidencia relativa en la calificación crediticia, la que hasta el momento estuvo dominada por aquellos elementos cualitativos.

<sup>2</sup>. Esto sin perjuicio de las actualizaciones regulares de norma

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadoradora 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<sup>3</sup>. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Julio Preve y el Ec. Julio de Brun.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de abril de 2020.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

Por Decreto 162/2015 del 9 de junio de 2015 el Poder Ejecutivo declaró promovida la actividad a ser desarrollada por el "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I", al amparo del artículo 11 de la Ley N° 16.906 de 7 de enero de 1998, disponiendo las consiguientes exoneraciones fiscales. De esta forma, se otorgó un respaldo a este instrumento de financiamiento de proyectos de infraestructura en Uruguay, tales como aquellos vinculados a la construcción, operación y mantenimiento en el sector transporte, la transmisión y generación de energía y la realización de actividades educativas. En el informe de calificación efectuado por CARE en marzo de 2016 se destacaba que esta operación era implementada como una respuesta a las necesidades de inversión en infraestructura en Uruguay. Se estimaba a través de diversas fuentes un rezago en materia de inversión pública ubicado entre USD 1.500 y USD 2 mil millones de dólares y se identificaban proyectos de inversión para ejecutar bajo la actual Administración que demandarían fondos en el orden de los mil quinientos millones de dólares, todo lo cual excede con holgura el tamaño definido para la emisión en CPs de este fideicomiso financiero.

La operación es gestionada por CAF-AM Administradora de Activos – Uruguay S.A. - el "Gestor", o CAFAMU - una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay, íntegramente de propiedad y subsidiaria de CAF ASSET MANAGEMENT CORP. ("CAF-AM"). Por su parte, CAF-AM es sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de Panamá, y es una subsidiaria íntegramente de propiedad de la Corporación Andina de Fomento, institución financiera multilateral de derecho internacional público, creada por Convenio Constitutivo suscrito en Santa Fe de Bogotá, Colombia, el 7 de febrero de 1968, y reconocida por la República Oriental del Uruguay mediante Acuerdo aprobado por la Ley N° 17.529 de 9 de agosto de 2002.

La empresa fiduciaria del fideicomiso financiero es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA), una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión cuyo capital pertenece en su totalidad al Banco de la República Oriental del Uruguay, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay.

El Fideicomiso tiene por objetivo invertir en un portafolio de Deuda Senior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay. Las Inversiones en deuda serán efectuadas por el Fiduciario, que contará con el asesoramiento y las recomendaciones del Gestor, siguiendo la política de inversión que se detalla en el Contrato de Fideicomiso y el de Gestor.

<sup>3</sup>. "Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros"

El 7 de agosto de 2017 se suscribió el contrato de préstamo entre el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I y Consorcio PPP Rutas del Litoral S.A., adjudicataria del contrato PPP para realización de obras y mantenimiento en las Rutas 21 y 24. Esta operación, por hasta un máximo de hasta 623 millones de UI con cargo al Fideicomiso, lleva desembolsados UI 537 millones, con un grado de avance en las obras del entorno del 99%.

El 14 de junio de 2019 FF CAF I hizo lo propio con Circuito Vial Tres S.A., adjudicataria de la licitación del Proyecto "Diseño, construcción, operación y financiamiento de la infraestructura vial en Ruta N° 14 Centro-Oeste, Bypass Sarandí del Yí y conexión R14-R3 - Circuito 3", según Resolución del Poder Ejecutivo de 4 de setiembre de 2017. Esta operación otorga financiamiento por hasta un máximo de UI 840 millones. Si bien las obras han comenzado, financiándose con los aportes de capital de los adjudicatarios, todavía no se han efectuado desembolsos del préstamo.

Finalmente, FF CAF I firmó el 12 de setiembre de 2019 un contrato de préstamo por hasta UI 449 millones con Centros Educativos Primera Infancia S.A., adjudicataria de la licitación del Proyecto "Diseño, construcción, mantenimiento, operación y financiamiento de 59 centros de infraestructura educativa de dos tipos: 44 Jardines Infantiles y 15 CAIF", según Resolución del Poder Ejecutivo de 2 de abril de 2018. Este préstamo es por hasta UI 449 millones, de los cuales ya se han desembolsado UI 40 millones<sup>4</sup>.

En noviembre de 2017, en base a la documentación presentada en el Banco Central del Uruguay para tramitar el registro de los CP, a la organización y procedimientos establecidos entre el Gestor y el Fiduciario y los términos de la primera operación de préstamo antes señalada, CARE otorgó la calificación BBB (uy) a dicho instrumento. Esa calificación se mantuvo hasta la actualización de abril 2019 y se revisa al alza a A- (uy) en esta oportunidad

### 3. Las principales características de esta operación

- El Fideicomiso invierte en un portafolio de Inversiones en Deuda de Proyectos de Infraestructura en Uruguay.
- Las Inversiones en Deuda son originadas y analizadas por el Gestor, de acuerdo con lo establecido en el Contrato de Gestión y siguiendo la Política de Inversión que se detalla en el Anexo 1 del Contrato de Fideicomiso. Identificada la operación, la pone a disposición de la CAF para que ésta evalúe si participa en el riesgo del Proyecto de Infraestructura mediante un instrumento de deuda. Cuando el Gestor encuentra atractiva una oportunidad de inversión, el Fideicomiso inicia un proceso de debida diligencia que puede concluir en la elaboración de una Hoja de Términos con las condiciones de la inversión en deuda.
- El Fideicomiso cuenta con un Comité de Crédito, cuyos miembros son elegidos por el Gestor, el cual es el órgano responsable del análisis de las Inversiones en Deuda y sus emisores, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de Inversiones en Deuda que el Gestor pone bajo su estudio.

<sup>4</sup> En todos estos casos, CARE emitió una "no objeción" a la inversión en deuda, concluyendo que estas operaciones no degradaban la calificación crediticia otorgada originalmente al Fideicomiso.



- El Fideicomiso cuenta con un Comité de Calificación de Cartera encargado de realizar la evaluación interna de las Inversiones de Deuda conforme se establece en el Contrato de Fideicomiso.
- El Fideicomiso cuenta con un Comité de Vigilancia encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones a cargo del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés.
- Las propuestas consideradas aceptables por el Gestor y que cuentan con la participación de la CAF son elevadas al Comité de Crédito del Gestor, que recomienda en forma independiente la decisión de inversión por parte del Fiduciario. En casos de discrepancia entre las recomendaciones del Gestor y las decisiones de inversión de la CAF, se somete la cuestión a la opinión del Comité de Vigilancia del Fideicomiso.
- El Fiduciario mantiene la responsabilidad por la administración del Fideicomiso respecto a la administración de las cuentas, emisión de los Valores, contabilidad, rendición de cuentas, así como de toda obligación puesta a su cargo por la Ley, el Decreto Reglamentario o por el Contrato de Fideicomiso, no pudiendo delegar total o parcialmente en terceros las obligaciones que se ponen a su cargo.
- El Fiduciario evalúa en forma independiente las recomendaciones recibidas del Gestor, pudiendo incluso oponerse fundadamente a algunas de ellas, en cuyo caso se recaba la opinión del Comité de Vigilancia del Fideicomiso, previa notificación al Gestor.
- Con los Activos del Fideicomiso o los Fondos Líquidos el Fiduciario no puede contraer ningún tipo de deuda o endeudarse cualquiera sea la forma con el patrimonio fiduciario. No obstante, el Fideicomiso puede endeudarse para cubrir necesidades temporales de tesorería, causadas únicamente por (i) demoras en el cumplimiento de las integraciones de los Valores, o (ii) Gastos del Fideicomiso que se deberán cubrir con futuras integraciones de Valores. Los montos y plazos de estos endeudamientos se adecuarán a las necesidades temporales de tesorerías causadas por los eventos indicados en los numerales (i) y (ii) anteriores. El Gestor buscará las mejores condiciones que otorgue el mercado para tomar los mencionados endeudamientos por parte del Fiduciario.
- De acuerdo con los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitió Valores de acuerdo con los términos y condiciones que se indican en este Prospecto.
- El 25 de octubre de 2016 se realizó la suscripción por el total de la emisión de UI 2.800.000.000 (Unidades Indexadas dos mil ochocientos millones). El 7 de diciembre de 2016 se llevó a cabo la primera integración de capital. Hasta el 30 de setiembre de 2019 se llevaban integrados UI 541,8 millones.
- El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 30 años a contar desde la suscripción de los Valores, el cual podrá ser prorrogado por decisión de la Mayoría Especial de Titulares. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá extinguirse en forma previa, por la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido.

- Ocurrida la extinción del Fideicomiso y una vez cancelados todos los Gastos del Fideicomiso, el Fiduciario procederá a transferir a los Titulares los fondos remanentes que pudieran existir en el Fideicomiso.

#### **4. La información analizada**

La información analizada para esta actualización fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios de RAFISA al 30/6/2019.
- Estados contables intermedios del fideicomiso al 30/9/2019.
- Información referida al Gestor
- Información de avance de obra en los distintos proyectos PPP.
- Constancias de informes regulares de los distintos órganos de gobernanza del fideicomiso, entre ellos los informes de crédito de CAFAMU y los informes trimestrales de avance del Fideicomiso de CAFAMU al Fiduciario.
- Documentación respaldatoria de operaciones de inversión en deuda en trámite de negociación (contratos, garantías, modelos financieros), sobre las que CARE emitió un dictamen de no objeción.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia, implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota<sup>5</sup>

<sup>5</sup>. Ver Nota .

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

### 1. Descripción general

Fueron emitidos en oferta pública Certificados de Participación (CP) en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Dichos títulos son emitidos de acuerdo con el siguiente detalle:

<b>Denominación</b>	Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I
<b>Fiduciario</b>	República Administradora de Fondos de Inversión (RAFISA) Gestor CAFAMU
<b>Entidad representante</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
<b>Títulos a emitirse</b>	Certificados de Participación
<b>Activos del fideicomiso</b>	Son el conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso
<b>Moneda</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas (UI)
<b>Importe de la emisión</b>	UI 2.800.000.000 con integración diferida
<b>Distribuciones</b>	Trimestrales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
<b>Calificadora de Riesgo</b>	CARE Calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo</b>	A - (uy)

### 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico efectuado descarta eventualidades de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, entre otros. Los documentos del Fideicomiso Financiero y sus contratos asociados fueron evaluados en oportunidad de la calificación original (marzo de 2016) y tras las modificaciones surgidas en el proceso de registración ante el Banco Central del Uruguay (agosto de 2016). En resumen, las conclusiones emanadas de dicho análisis fueron las siguientes:

- a. La estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad de crédito que el Fideicomiso Financiero se propone realizar.
- b. La ausencia de historia del Gestor en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay se suplía con los antecedentes profesionales de los integrantes de su staff, a lo que se sumaba la vinculación que tiene con la CAF y el compromiso de ésta última de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero. Tras el historial adquirido con las operaciones incorporadas en este Fideicomiso y otros similares, esas expectativas se ven ratificadas.
- c. La política de identificación de oportunidades de negocio para el Fideicomiso Financiero, así como la forma en que se prevé que deberán celebrarse tales operaciones contiene procesos y etapas razonables y acordes al objetivo perseguido por el Fideicomiso. De todas formas, en su ejecución concreta y en cómo la misma se plasme en cada caso particular estará el foco de análisis para los riesgos de los inversores, en la medida que el retorno esperado por la inversión en los CP dependerá de la correcta estructuración de las operaciones de otorgamiento de crédito a terceros.

Los roles de los participantes y las obligaciones previstas en el Fideicomiso Financiero contienen las previsiones razonablemente esperadas para mitigar los riesgos a que se encuentra sujeta dicha estructura, y reflejan en definitiva el “estado de arte” y práctica jurídica actual en Uruguay para este tipo de instrumentos.

### 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 eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. En función del análisis efectuado en oportunidad de las calificaciones anteriores, no habiéndose producido cambios, se concluye *que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

**Riesgo por iliquidez.** Los CPs fueron suscritos en su totalidad por las administradoras de fondos de ahorro previsional (AFAPs). Por tal motivo cabe presumir que su tenencia en los portafolios de dichas administradoras permanecerá hasta el vencimiento, con poca probabilidad de operativa en el mercado secundario. Por este motivo puede considerarse que los instrumentos tienen una liquidez propia de las características del mercado uruguayo. *El riesgo es medio.*

### III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: REPUBLICA AFISA S.A. en su condición de emisora y fiduciaria del Fideicomiso Financiero (RAFISA) y CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A, en adelante CAFAMU en su calidad de Gestor. También es relevante considerar la presencia de la Corporación Andina de Fomento (CAF), no sólo como propietario final del patrimonio de CAFAMU, sino también por la incorporación de su experiencia en el financiamiento de obras de infraestructura, que suple la falta de antecedentes de la empresa gestora.

#### La 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 cierre intermedio del 30/6/2019 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 647.428. Esto supone un incremento del orden del 10,64 % respecto al que tenía al 31/12/2018. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-19</b>	<b>31-Dec-18</b>	<b>31-Dec-17</b>
<b>Activo</b>	<b>727.658</b>	<b>705.262</b>	<b>637.392</b>
Activo Corriente	162.513	261.447	249.236
Activo no Corriente	565.145	443.815	388.155
<b>Pasivo</b>	<b>80.230</b>	<b>120.097</b>	<b>81.887</b>
Pasivo Corriente	62.227	101.326	57.829
Pasivo no Corriente	18.004	18.772	24.058
<b>Patrimonio</b>	<b>647.428</b>	<b>585.164</b>	<b>555.505</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>727.658</b>	<b>705.262</b>	<b>637.392</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,61</b>	<b>2,58</b>	<b>4,31</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados del primer semestre de 2019, la firma sigue mostrando resultados positivos, en este caso muy superiores a los exhibidos en el mismo período del ejercicio anterior.

Particularmente se muestra un importante incremento en los resultados brutos, producto de una mejora en los ingresos y menores costos administrativos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a junio de 2019 y su comparativo con el mismo periodo del ejercicio anterior.

<b>Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-19</b>	<b>30-Jun-18</b>	<b>31-Dec-18</b>
Ingresos Operativos	142.614	127.854	290.623
Gastos de Adm y Ventas	(96.383)	(113.806)	(283.795)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>46.231</b>	<b>14.048</b>	<b>6.828</b>
Resultados Diversos	120		56
Resultados Financieros	36.115	36.132	53.691
IRAE	(20.228)	(12.485)	(15.910)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>62.238</b>	<b>37.696</b>	<b>44.665</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2019, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

### ***El Gestor***

CAFAMU (el "Gestor") es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay, íntegramente de propiedad y subsidiaria de CAF Asset Management Corp. ("CAF-AM"). Por su parte CAF-AM es sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República de Panamá, subsidiaria íntegramente de propiedad de la Corporación Andina de Fomento ("CAF") institución financiera multilateral de derecho internacional público, creada por convenio constitutivo suscrito en Santa Fe de Bogotá, Colombia, el 7 de febrero de 1968, y reconocida por la República Oriental del Uruguay mediante acuerdo suscrito con la CAF en fecha 14 de septiembre de 2001, ratificado por el Parlamento uruguayo a través de la Ley N° 17.529 de 9 de agosto de 2002.

Incorporada en el 2014, CAF-AM es la entidad gestora de fondos de CAF, encargada de manejar fondos de capital de terceros. CAF-AM presenta un modelo de negocio independiente, sustentado en una estructura de gobierno corporativo propio y con gerencia experimentada en la región. Brinda a los inversionistas institucionales la oportunidad de beneficiarse de la presencia y experiencia de CAF en Latinoamérica, de su historial crediticio y de su pipeline de proyectos.

Si bien CAF-AM se apalanca en la capacidad de CAF de originar y estructurar transacciones de financiamiento de proyectos de infraestructura, lo hace preservando su autonomía en la toma de decisiones como gestor de fondos de terceros en el contexto de sus obligaciones fiduciarias. Cabe subrayar que aun así CAF no está obligada a desarrollar, ni es por tanto responsable, acerca de los servicios que presta CAF-AM.

Los cargos de la estructura diseñada, se han ido ocupando por personas de reconocido prestigio y experiencia en el sector financiero uruguayo, especialmente en lo que tiene que ver con la gestión de portafolios de inversión y de carteras de crédito. Sin perjuicio de ello, la falta de antecedentes en el mediano y largo plazo, tanto de CAF-AM como de CAFAMU llevaron a que CARE sostuviera inicialmente su calificación en el apoyo que esta estructura recibe de la transferencia de conocimientos de la propia CAF. Los antecedentes de CAF y su experiencia en gestión de cartera de préstamos en América Latina fueron ampliamente analizados en el informe de calificación original y no resulta pertinente reiterarla acá.

Luego de tres años de funcionamiento sin que se hayan registrado inconvenientes en el cumplimiento del plan de negocios y que, además de esta operación la firma incorporó la administración de otras dos operaciones análogas a ésta, permiten conformar una trayectoria propia. Hasta el momento ha demostrado idoneidad para la función.

El directorio de la Sociedad, según consta en acta de fecha de 11 de octubre de 2016, resolvió modificar la fecha de cierre de ejercicio económico del 31 de diciembre al 30 de setiembre de cada año. CARE tuvo a la vista una versión preliminar de los estados contables de la firma al 30/9/19, de la misma no surge nada que permita suponer algún riesgo en su funcionamiento.

Refuerza la actuación de la empresa gestora, el diseño del gobierno corporativo ampliamente comentado en actualizaciones anteriores y que ya fuera utilizado satisfactoriamente en la concreción de los primeros proyectos de inversión tal como se da cuenta en otra sección de este informe.

### ***El Fideicomiso***

El Fideicomiso se creó mediante contrato celebrado el 29/2/16 entre RAFISA y CAFAMU (con posterioridad las partes acordaron modificar ciertos términos y condiciones). El mismo se encuentra amparado bajo las disposiciones de la Ley 17.703 del 27 de octubre de 2003. Su inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 28/9/16. Posteriormente, en octubre del mismo año, se realizó la suscripción de CP's por un valor de UI 2.800 millones.

Como ya se ha informado, la primera operación se produjo el 7/8/17 con la firma del contrato de financiación con el "Consortio PPP Rutas del Litoral SA" mediante el cual el Fideicomiso se compromete a financiar el 80 % de la obra lo que representa UI 685 millones. El 13/6/18, el Fideicomiso cede parcialmente a la CAF el contrato de financiamiento por el equivalente al 1/11 del total.

En el periodo analizado se concretaron dos nuevas operaciones de inversión en deuda

- a) El 14/6/19 en el proyecto denominado Circuito 3 en el que el Fideicomiso participará con UI 840 millones mientras que la CAF lo hará con el 10 % de esa cifra y el Banco Santander con UI 250 millones.
- b) El 12/9/19 en el proyecto denominado Infraestructura Educativa en que el Fideicomiso participará con algo menos de UI 449 millones y la CAF con el 10 % de esa cifra.

Ambos contratos de préstamo se describen con más detalle en otra sección de este informe y, en los dos casos, previamente fueron sometidos a la no objeción de CARE.

Para hacer frente a estos tres compromisos, al 30/9/19 ya se han integrado CP's por un valor equivalente a UI 541.772.785 lo que representa un 19,35 % del total suscripto de UI 2.800 millones. La sumatoria de los tres compromisos representa un monto del orden de UI 1912 millones, o sea algo más del 68 % del total autorizado a emitir.

Un resumen de los EE.CC intermedios al 30/9/19 y su comparativo con periodos anteriores se expone a continuación.

**Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles \$)**

Concepto	30-Sep-19	31-Dec-18	31-Dec-17
<b>Activo</b>	<b>2.258.633</b>	<b>1.405.438</b>	<b>263.650</b>
Activo Corriente	90.356	67.962	28.387
Activo no Corriente	2.168.277	1.337.476	235.263
<b>Pasivo</b>	<b>60.362</b>	<b>37.615</b>	<b>4.272</b>
Pasivo Corriente	60.362	37.615	4.272
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>2.198.270</b>	<b>1.367.823</b>	<b>259.378</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2.258.633</b>	<b>1.405.438</b>	<b>263.650</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,50</b>	<b>1,81</b>	<b>6,64</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

**Cuadro 4: Estado de resultado integral del Fideicomiso (miles de \$)**

Concepto	30-Sep-19	30-Sep-18	31-Dec-18
Ingresos	206.511	88.201	99.463
Previsión incobrables	-	-	(5.612)
<b>Margen financiero</b>	<b>206.511</b>	<b>88.201</b>	<b>93.851</b>
Gastos de administración	(78.027)	(51.619)	(56.918)
Resultados financieros	399	143	521
<b>Resultados del periodo</b>	<b>128.882</b>	<b>36.725</b>	<b>37.453</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

De acuerdo a lo anterior, los CP's suscriptos pendientes de integración ascienden a poco más de UI 2.258 millones .

Se informa en los EE.CC que, de acuerdo a la fórmula de cálculo estipulada contractualmente, los Fondos Netos Distribuibles al 30/9/19 alcanzaron a \$ 59 millones los que fueron abonados el 10/10/19.

### Riesgos considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de los actores analizados, su solvencia y las disposiciones de Gobierno Corporativo, *este riesgo se considera casi nulo.*



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

### 1. Bienes fideicomitidos

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I" es generar rentabilidad para los Titulares a través del conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso. En consecuencia, éstos son los bienes fideicomitidos.

#### Proyecto PPP Rutas 21 y 24

El Fideicomiso, que por contrato cuenta con un plazo de hasta cinco años para invertir los fondos en los proyectos, recibió la suscripción de capital en diciembre del año 2016. El primer contrato de Deuda fue firmado el 7 de agosto de 2017, con quien fuese adjudicatario del Contrato de Participación Público Privada (PPP) para el diseño, construcción, operación y financiamiento de la infraestructura vial en determinados tramos de las Rutas 21 y 24: Consorcio PPP Rutas del Litoral S.A. El financiamiento fue acordado por hasta un máximo de UI 685 millones, pero el 13 de junio de 2018 se aprobó la cesión a CAF de hasta 1/11 de dicho crédito con las correspondientes garantías, por lo que el compromiso máximo del Fideicomiso con la operación es hasta UI 623 millones. Hasta el momento de elaboración de este informe se llevan efectuados desembolsos con cargo al Fideicomiso por UI 537 millones.

Este Contrato PPP había sido firmado el 24 de julio de 2017 entre el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO) y el Consorcio PPP Rutas del Litoral S.A. El plazo del contrato es de 24 años, contados desde la fecha de toma de posesión de la infraestructura vial, acto ocurrido el 31 de julio de 2017.

La tasa de interés nominal anual contractual hasta la culminación financiera del proyecto es del 7,23% anual, en unidades indexadas. Luego de ese momento y hasta la última amortización es del 7% anual. Está previsto que el préstamo se comience a amortizar en cuotas semestrales desde setiembre de 2021 hasta marzo de 2040.

Las inversiones que se estima realizar hasta el año 2020 ascienden a algo más de USD 87 millones<sup>6</sup>, a lo que deben sumarse costos de explotación, los intereses de financiación durante el período de construcción de la obra<sup>7</sup> y otros compromisos financieros, como la constitución del capital de giro y de las reservas requeridas por el contrato de financiamiento y el de PPP. El financiamiento provisto por el FF CAF I y la CAF financiará las obras de infraestructura previstas, corriendo por cuenta de los accionistas<sup>8</sup> y los ingresos a recibir en virtud del contrato de PPP la cobertura de las restantes necesidades financieras.

El avance de la obra hasta la fecha de este informe puede considerarse consistente con cronograma oportunamente estimado<sup>9</sup>.

#### Proyecto PPP Circuito 3

El segundo contrato de deuda se firmó el 14 de junio de 2019, con quien fuese adjudicatario de la licitación del Proyecto "Diseño, construcción, operación y financiamiento de la infraestructura vial en Ruta N° 14 Centro-Oeste, Bypass Sarandí del Yí y conexión R14-R3 - Circuito 3", según Resolución del Poder Ejecutivo de 4 de setiembre de 2017.

<sup>6</sup>. La unidad de cuenta del contrato de PPP es la unidad indexada (UI), por lo que las mediciones en dólares estadounidenses son meramente indicativas.

<sup>7</sup>. O, más precisamente de acuerdo con el lenguaje del contrato de financiación, el "período de disposición del crédito".

<sup>8</sup>. Ya sea mediante aportes de capital u otorgamiento de préstamos subordinados.

<sup>9</sup>. Hasta octubre de 2019 el avance de la obra era de un 99% de lo comprometido por el consorcio adjudicatario en el contrato PPP.

La empresa adjudicataria es Circuito Vial 3 S.A. El Contrato de Participación Público-Privada (PPP) tiene como objeto el diseño, construcción, operación y financiamiento de la infraestructura vial en Ruta N° 14 Centro-Oeste, Bypass Sarandí del Yí y conexión Rutas 14 y 3. La "operación" comprende la explotación y el mantenimiento de las rutas. El plazo del contrato es de 20 años, que se contarán desde la fecha de toma de posesión de la infraestructura vial.

El FF CAF I propone un financiamiento máximo de UI 840 millones, a los que se suman UI 84 millones de un préstamo de características contractuales idénticas por parte de la Corporación Andina de Fomento (CAF) y un préstamo de Banco Santander por hasta el equivalente de UI 250 millones. Estas tres operaciones constituyen deuda senior y la relación entre los acreedores estará regulada por un Contrato entre Acreedores.

De acuerdo con lo establecido en el contrato de préstamo entre FF CAF I y Circuito Vial, la tasa de interés aplicable será del 5,86 % nominal anual, en unidades indexadas.

Siendo el monto invertido en las obras la principal garantía generada por el propio Proyecto en caso de rescisión anticipada del Contrato PPP, en el Contrato de Préstamo se ha tenido cuidado en vincular los desembolsos a las certificaciones efectuadas por un Asesor Técnico. Este dictaminará respecto del avance de la obra y su correspondencia tanto en objeto como en cualidades técnicas con el compromiso asumido por Circuito Vial en el Contrato PPP.

### ***Proyecto Infraestructura Educativa I***

El tercer y hasta el momento último contrato de inversión en deuda se firmó el 12 de setiembre de 2019 entre FF CAF I y Centros Educativos Primera Infancia S.A., adjudicataria de la licitación del Proyecto "Diseño, construcción, mantenimiento, operación y financiamiento de 59 centros de infraestructura educativa de dos tipos: 44 Jardines Infantiles y 15 CAIF" según Resolución del Poder Ejecutivo de 2 de abril de 2018. El plazo del contrato es de 22 años, que se cuentan desde la firma del contrato licitado.

El FF CAF I propone un financiamiento máximo de UI 449 millones, a los que se suman UI 45 millones de un préstamo de características contractuales idénticas por parte de la Corporación Andina de Fomento (CAF). El resto de las necesidades de fondos se cubren por los ingresos operativos netos de la PPP durante el período de construcción (UI 55 millones) y aportes de capital por UI 124 millones.

De acuerdo con lo establecido en el contrato de préstamo entre FF CAF I y CEPI, se trata de una operación a 20 años de plazo. En los dos primeros se efectúan los desembolsos según el avance de las obras. Se amortiza en 36 cuotas semestrales, correspondiendo la primera al mes 32 desde la firma del contrato. La tasa de interés aplicable será del 6,44% nominal anual, en unidades indexadas.

## **Garantías**

Todos estos contratos de préstamo contienen las estipulaciones habituales para la protección del acreedor, como garantías de los accionistas, limitaciones a la generación de nuevas deudas con cargo al Proyecto, el mantenimiento de ratios de cobertura mínimos y la imposición de requisitos de liquidez mínimos a través de diversas cuentas, establecidas en el contrato de Préstamo o en Contrato PPP. A esto se suman los colaterales y medidas preventivas propias de los contratos PPP, como ser la posibilidad de cesión en garantía a FF CAF I de los derechos y obligaciones emergentes del Contrato PPP, a efectos de que el acreedor pueda a su vez cederlos a un tercero. También está previsto hacer uso del mecanismo de Prenda Especial de PPP, según el cual el acreedor tiene derecho a solicitar que se subaste públicamente el Contrato de PPP en caso de rescisión anticipada de éste o cuando simplemente hubiese obligaciones pendientes de pago por parte del Contratista. Asimismo, en caso de que no hubiese interesados y el Contratante (en estos casos, el MTOP o ANEP) decidiera continuar por sí mismo con la operación, la prenda da derecho al acreedor a resarcirse mediante el pago por inversiones realizadas que debe hacerse al adjudicatario, sin perjuicio de las facultades que el acreedor tiene para reclamar al deudor por la vía jurisdiccional

## **Proyecciones financieras**

Estimamos que, con los fondos disponibles, el Fideicomiso terminará invirtiendo en unos cuatro proyectos PPP, o eventualmente en un quinto en forma parcial. De todos modos, hemos supuesto que se invierte el total de los UI 2.800 millones suscripto en el lapso que corre hasta el año 2021, cumpliendo con los cinco años de período de inversión previsto en el contrato de Fideicomiso. Los montos de los distintos proyectos están basados en las PPP con adjudicación provisoria, pero en los que está pendiente la adjudicación definitiva en espera del cierre financiero. Se supone que los nuevos préstamos tendrán condiciones financieras y garantías similares a los ya otorgados.

A partir de los estados financieros proyectados se estimó que, recuperando la totalidad de los créditos en el año 2040, los CPs arrojarían una rentabilidad para el inversor del 5,9% real anual. Con una curva de rendimientos soberana en UI que hoy está aplanada desde el plazo de 10 años en torno al 3,9%, se puede considerar que hay una muy baja probabilidad de que el rendimiento de estos CPs quede por debajo del de un bono soberano en unidades indexadas. Sin perjuicio que todavía subsisten los riesgos asumidos por los contratistas, especialmente durante el período de construcción, el riesgo asociado a la efectiva concreción de nuevas inversiones en deuda se ha ido reduciendo notoriamente.

Por lo tanto, el Comité de Calificación de CARE, si bien sigue apoyando la valoración del riesgo crediticio en la capacidad y experiencia que el Gestor y el Fiduciario tienen en la selección de proyectos y gestión de carteras de créditos, así como en la estructura de gobernanza y control y los mecanismos de incentivos definidos en el Prospecto de Emisión y los contratos adjuntos; agrega además, la valoración de un flujo de fondos sustentado en proyectos concretos<sup>10</sup>.

<sup>10</sup>. CARE dispone como documentos de trabajo una completa proyección de fondos en base a los contratos aprobados que sustentan las tasas de interés estimadas.

Se ha podido comprobar que se siguen aplicando los procedimientos establecidos en el Contrato de Financiamiento entre el Fondo y el Consorcio PPP Rutas del Litoral para efectuar los desembolsos del préstamo. Asimismo, se ha podido constatar que las penalizaciones por disponibilidad (que afectan el flujo de ingresos del promotor del proyecto) han estado acotadas a entornos de 1% o 2% en la mayor parte de los tramos de obras.

## 2. Riesgos considerados

**Riesgo constructivo** que supone la falta de concreción de un proyecto de obra pública con el financiamiento otorgado. Dado que la estructura de toma de decisiones y el marco de acción establecido en la Política de Inversión conduce a una selección de proyectos a financiar en que se han tenido en cuenta todos los aspectos relevantes, se considera que esta contingencia está razonablemente contemplada, subrayándose que el riesgo se mitiga esencialmente por la gestión de CAFAMU. Esta tiene sus incentivos alineados con el éxito de la operación. *Riesgo bajo.*

**Riesgo de descalce de moneda:** de acuerdo con la política de inversiones, la inversión en Deuda se hará en la misma moneda del proyecto financiado, que por tratarse de actividades destinadas al mercado interno está predominantemente vinculada a la evolución de los precios internos. *Por lo tanto, este riesgo es casi nulo.*

**Riesgo de demanda,** que está relacionado con la insuficiencia de Proyectos de Inversión a ser financiados de acuerdo con los objetivos del Fideicomiso. *Por las razones que se exponen en la Sección V, este riesgo se considera casi nulo.*

**Riesgo de generación de flujos;** en función de todo lo anterior y teniendo presente la política de intereses mínimos exigidos según el Prospecto de Emisión y documentos adjuntos, *se infiere que el riesgo que las inversiones no generen los flujos necesarios para remunerar los CP's con un rendimiento razonable es bajo-muy bajo.*

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas al Fideicomiso y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios al proyecto. Incluyen, por ejemplo, la evolución macroeconómica, la situación de las finanzas públicas, la política tributaria general, la particular del sector de obra pública, la existencia de subsidios y las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, entre otras.

En lo que tiene que ver con el instrumento financiero analizado en esta oportunidad, el análisis de entorno se focaliza en dos elementos que se consideran decisivos a la hora de evaluar la razonabilidad de los flujos de fondos esperados, su volatilidad y la rentabilidad esperada.

El primero tiene que ver con la capacidad del Fideicomiso Financiero de cumplir con su objetivo, es decir, encontrar un número suficiente de Proyectos de Inversión en Infraestructura con necesidades de financiamiento tales que puedan absorber el monto suscrito de la emisión (poco más de USD 350 millones aproximadamente, según las cotizaciones de la UI y el peso uruguayo respecto al dólar al momento de este informe).

En el informe de calificación de CARE de marzo de 2016 se concluyó que dado el grado de desarrollo de la economía uruguaya, el clima favorable para la inversión en infraestructura existente (tanto por las políticas públicas como el interés privado) y el rezago existentes en necesidades de inversión pública, el presupuesto de inversiones para los próximos cinco años (que es el período de inversión definido para el Fideicomiso) para ser realizadas bajo la modalidad de Participación Pública Privada (PPP) es de algo más de USD 2,9 mil millones, lo que excede largamente el capital disponible para invertir por parte de este Fideicomiso Financiero. Entendemos que esa conclusión sigue vigente.

Además de oportunidades de inversión, también debe contarse con una capacidad de gestión por parte del gobierno que transforme las intenciones presupuestales en adjudicación de obras que puedan ser elegibles para los objetivos de este Fideicomiso. En ese sentido, se ha llegado a un conjunto de proyectos PPP con adjudicación provisorio que ya cubren los topes legales previstos. A esta altura, por otra parte, los consorcios adjudicatarios ya han comprendido las ventajas financieras de estos fideicomisos financieros, con la cual ya se cuenta con estos instrumentos aunque más no sea para un financiamiento parcial.

El segundo elemento para considerar en el análisis de entorno adquiere mayor relevancia una vez aplicados en forma significativa los recursos del Fideicomiso a inversiones en Deuda. Tiene que ver con el hecho de que en el conjunto de los proyectos PPP considerados, los flujos de fondos a recibir por el adjudicatario del contrato de PPP provienen del Estado. Por lo tanto, si bien el instrumento de la PPP aparece como una fuente de financiamiento idónea para la inversión pública considerada estratégica en condiciones de estrechez fiscal, la firma de contratos PPP introduce compromisos financieros para el

Estado que se suman a la ya notable rigidez del gasto público en Uruguay, derivado del peso de las obligaciones salariales, previsionales y de servicios de la deuda pública. En otros términos, la firma de contratos PPP transforma un gasto en inversión en el que la Administración tiene un alto grado de discreción para acomodar según sus necesidades financieras, en un gasto corriente altamente rígido vinculado a obligaciones contractuales.

En la situación actual, donde el uso de la herramienta de los contratos PPP es incipiente y todavía no hay prácticamente obligaciones financieras para el Estado, este factor de riesgo está totalmente dominado por el mencionado en primer término, es decir, la concreción de iniciativas PPP para ser financiadas por el Fideicomiso. Pero las limitaciones que empieza a encontrar el Estado en materia fiscal hacen que las ventajas del mecanismo de las PPP para la contabilización del gasto público y la deuda induzcan a un cada vez mayor uso de la herramienta. Por ello, a medida que los recursos del Fideicomiso comiencen a canalizarse a inversiones en Deuda, el análisis de riesgo de CARE pondrá más énfasis en la disponibilidad de recursos presupuestales para atender las obligaciones financieras del Estado en las PPP, en particular, y en la evolución de las finanzas públicas y la calidad crediticia del Estado uruguayo, en general.

En tal sentido, es importante tener en cuenta que a partir del 1ero de marzo de 2020 asume una nueva administración. A priori, no hay elementos de juicio que permitan suponer un cambio que ponga en riesgo este instrumento; antes bien, ha trascendido la voluntad del nuevo gobierno de incorporar legalmente un incremento en los topes actuales que rigen el régimen de las PPP (contrataciones y pagos anuales).

En conclusión, en el contexto actual de perfil de la deuda pública, facilidad de acceso al mercado de capitales, crecimiento de la economía y acumulación de proyectos de inversión pública en situación de dar comienzo a su ejecución, *consideramos que el riesgo de entorno es bajo.*

## 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 fiduciaria y la administradora, 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 la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores y éstos en indicadores.

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 títulos recogen la calificación A- (uy)<sup>11</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de Grado Inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Julio de Brun

<sup>11</sup>. **CATEGORÍA A- (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. El signo (-) indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión con observaciones.**