

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

Montevideo, abril de 2019

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

CALIFICACIÓN DE RIESGO CPs. FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE DEUDA PARA INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY II CAF-AM-29 - abril - 2019

Plazo:	30 años
Fiduciario:	Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN AFISA)
Monto:	equivalente en pesos uruguayos de hasta 4 mil millones de UI
Activos del Fideicomiso:	Son el conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso.
Asesor Legal:	Guyer & Regules
Asesor Fiscal:	CPA Ferrere
Fideicomitentes y Beneficiarios:	Suscriptores iniciales de los CP's
Gestor:	"CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A."
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	BVM
Administración y pago:	CONAFIN AFISA
Calificadora de Riesgo:	CARE
Vigencia:	hasta el 30 de noviembre de 2019.
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán y Ec. Julio de Brun
Calificación de riesgo:	BBB uy
Manual utilizado:	Manual 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 II CAF-AM", manteniendo la calificación BBB (uy) de grado inversor.

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 4 mil millones.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

Respecto de los instrumentos financieros utilizados:

- 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 Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN) una firma con antecedentes en la administración de fideicomisos, incluyendo entre ellos algunos relacionados con infraestructura.
- 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 descrito. Junto al Comité de Vigilancia dan razonable seguridad en el cumplimiento de los objetivos y procedimientos planteados. Resta verificar el cumplimiento de dichos procedimientos ante operaciones concretas.

Respecto de los flujos proyectados:

- Si bien hasta la fecha de este informe no se han concretado inversiones en deuda con cargo a este Fideicomiso, el negocio presenta desde el punto de vista económico-financiero expectativas razonables de rentabilidad para el inversor, dada la comparación con otros negocios análogos, y teniendo presente tasas de interés mínimas que se cobrarán en los préstamos.
- El área elegida, esto es obras de infraestructura, responde a una necesidad manifiesta en el país cuya solución está impulsada por el Gobierno, pero con características de representar una estrategia nacional con apoyo, en general, de todo el espectro político uruguayo. Esto se refleja por ejemplo en la Ley de Participación Público - Privada (PPP) 18.786 del 19 de julio de 2011 reglamentada por el Decreto 17/012, así como en el Decreto de 30 de julio de 2018 en el que se declara promovido este fideicomiso, con los consiguientes beneficios fiscales.
- Adicionalmente, el gobierno dispone de un conjunto de iniciativas bajo Participación Público-Privada que genera una demanda potencial de operaciones para el Fideicomiso ajustada a su dimensión. Como se explica en la Sección V, un listado tentativo sitúa dicha demanda en un valor en unos USD 588 millones (frente a un equivalente de USD 480 millones de capital suscrito), una vez deducidas inversiones que se atenderían con otros instrumentos financieros¹ distribuidos en diversas obras elegibles por este instrumento.

¹. Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay – CAF I y PPP del Ferrocarril Central.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM" (en adelante, CAF II).

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, 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.

En este caso, en tanto el fideicomiso invierte en deuda de determinadas características que solo financian proyectos de infraestructura la calificación se revisará con ocasión de cada proyecto de financiamiento, en la que se verificará que la misma no afecta la calificación de los certificados del fideicomiso haciéndolos caer por debajo del grado inversor².

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

En definitiva, la nota seguirá en general, entre otros criterios, el cumplimiento del objetivo y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación. Asimismo, como se refirió, se prevé la intervención de CARE en ocasión de cada negocio de financiamiento, de tal forma de asegurar que la calificación del fideicomiso no caerá debajo del grado inversor con el o los financiamientos acordados o si, incluso, la concreción satisfactoria de esos negocios determina, dados otros factores, un mejoramiento de la nota inicial.

Por otra parte, por el hecho de que este fideicomiso se constituía para estructurar operaciones de financiamiento todavía no concretadas le confería características particulares, cobrando particular relevancia en el primer informe 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. No habiéndose celebrado hasta la fecha de esta actualización ninguna operación de crédito con cargo a este Fideicomiso, esos elementos siguen siendo los relevantes a la hora de efectuar nuestra evaluación de riesgo.

². Sin perjuicio de las actualizaciones regulares de norma.

CARE Calificadora de Riesgo (en adelante, "CARE") 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 manuales³. Éstos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Julio Preve y el Ec. Julio de Brun.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de noviembre de 2019.

En la eventualidad de la participación en proyectos de inversión en deuda, CARE señalará la inexistencia de objeciones respecto del mantenimiento del grado inversor del Fideicomiso⁴.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El 30 de noviembre de 2018 se registró ante el Banco Central del Uruguay el Prospecto Informativo del "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM" (en adelante, "FF CAF II" o "el Fideicomiso"). Los certificados de participación en dicho Fideicomiso fueron emitidos por Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN), actuando en calidad de Fiduciario⁵.

En el FF CAF II se prevé también la participación de CAF-AM Uruguay en calidad de Gestor. Dicha empresa 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. Ésta, a su vez, es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de Panamá, subsidiaria de 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, a la que se incorporó la República Oriental del Uruguay mediante Acuerdo aprobado a través de la Ley N° 17.529 de 9 de Agosto de 2002.

El FF CAF II también otorga a la propia Corporación Andina de Fomento (CAF) la facultad de cofinanciar los proyectos de infraestructura junto con el FF CAF II. De acuerdo con los términos del Prospecto de Emisión, la facilidad de cofinanciamiento aprobada por la CAF abarca hasta el monto menor entre 70 millones de dólares o el 10% de las inversiones en deuda por parte del Fideicomiso.

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.

El Poder Ejecutivo declaró promovida la actividad desarrollada por el CAF II, al amparo del artículo 11 de la Ley N° 16.906 de 7 de enero de 1998, disponiendo las consiguientes exoneraciones fiscales, mostrando así la continuidad de su compromiso con el proyecto (Decreto de 30 de julio de 2018).

³. Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros"

⁴. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

⁵. Según documento de emisión fechado el 19 de diciembre de 2018.

En diciembre de 2018 los inversores suscribieron certificados de participación por el total de los 4 mil millones de UI emitidos. El 19 de diciembre de ese año se efectuó la primera integración, por un total de 2,47 millones de UI. El 5 de febrero de 2019 se realizó una segunda integración, por UI 3.411.001.

En noviembre de 2018, en base a la documentación presentada en el Banco Central del Uruguay para tramitar el registro de los CP y a la organización y procedimientos establecidos entre el Gestor y el Fiduciario, CARE otorgó a la emisión de los CPs en el FF CAF II la calificación BBB (uy).

3. Las principales características de esta operación

- El Fideicomiso invertirá en un portafolio de Inversiones en Deuda Sénior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay⁶.
- Por inversiones en deuda se entienden dos modalidades: a) Deuda Otorgada: el otorgamiento de Deuda Sénior a un Proyecto de Infraestructura; b) Deuda Adquirida: la adquisición de Deuda Sénior incurrida por un Proyecto de Infraestructura para con otros acreedores.
- Los proyectos de infraestructura en que podrá invertir el Fideicomiso son variados. A modo de ejemplo podrán ser, entre otros, proyectos en los sectores de transporte vial, portuario, férreo, aeroportuario, fluvial y urbano, suburbano e interdepartamental masivo; transmisión y generación de energía; agua potable y saneamiento básico; acueductos; transporte de hidrocarburos y minerales; telecomunicaciones y logística e infraestructura social; siempre y cuando cumplan con las características y requisitos establecidos en la Política de Inversión que se incluye como Anexo al Contrato de Fideicomiso.
- Las Inversiones en Deuda serán seleccionadas y analizadas por el Gestor, quien en definitiva hará las recomendaciones correspondientes. Sus tareas se ajustarán a lo establecido en el Contrato de Gestión y siguiendo la Política de Inversión que se detalla en el Anexo 1 del Contrato de Fideicomiso.
- El Fideicomiso cuenta con un Comité de Vigilancia, con una integración máxima de cinco miembros designados por la Asamblea de Titulares de CPs, encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés. Interesa señalar, al respecto, que el Comité de Vigilancia deberá aprobar continuar con el análisis y realización de Inversiones en Deuda en Proyectos de Infraestructura en cuyo riesgo CAF no participe.
- El Gestor cuenta con un Comité de Crédito, el cual es el órgano responsable del análisis de las Inversiones en Deuda y de los prestatarios, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de Inversiones en Deuda que el Gestor ponga bajo su estudio. También intervendrá a solicitud del Comité de Vigilancia en los casos que la CAF decida no cofinanciar el Proyecto. Es la recomendación del Comité de Crédito del Gestor la que, en definitiva, se eleva al Fiduciario.

⁶. Por Deuda Sénior se entiende "cualquier endeudamiento de rango igual o superior en privilegio y prelación en el pago que el endeudamiento de mayor rango, privilegio y prelación existente o futuro y que no se encuentre subordinado a ningún otro endeudamiento del Proyecto de Infraestructura exceptuando aquellos con mejor prioridad o prelación por disposición legal" (definición utilizada en el Prospecto de Emisión).

- El Fiduciario es, en última instancia, el responsable de la gestión del Fideicomiso, para lo cual examinará las recomendaciones recibidas del Gestor, realizando su propia evaluación. Para ello, el Fiduciario constituirá un Comité de Evaluación de Inversiones, el cual será su órgano interno encargado de realizar el análisis de las Inversiones en Deuda recomendadas por el Gestor y tomar las decisiones que al respecto han sido asignadas al Fiduciario por el Contrato de Fideicomiso. En caso de discrepancia con la recomendación del Gestor, la cuestión será dirimida en el Comité de Vigilancia.
- Con los Activos del Fideicomiso o los Fondos Líquidos el Fiduciario no podrá contraer ningún tipo de deuda o endeudarse cualquiera sea la forma con el patrimonio fiduciario. No obstante, el Fideicomiso podrá 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.
- El manejo de los fondos, la emisión de los Valores, la rendición de cuentas hacia los Beneficiarios, así como la contabilidad del Fideicomiso, son responsabilidad propia e indelegable del Fiduciario.
- El Gestor contará 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 Fiduciario emitirá Valores de acuerdo con los términos y condiciones que se indican en este Prospecto.
- El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 30 años a contar desde la firma del Contrato de Fideicomiso, el cual podrá ser prorrogado por decisión de una mayoría del 75% de Titulares con derecho a voto. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá resolverse en forma automática si a los ocho trimestres de finalizado el período de suscripción no se ha formalizado ninguna Inversión en Deuda. Podrá extinguirse en forma previa si transcurrido ese período sólo se ha concretado una operación de financiamiento, o 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. Información analizada y procedimientos operativos.

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Financieros de la fiduciaria al 31 de diciembre de 2018.
- Estados Financieros del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018.
- Información referida al Gestor

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 nota⁷

⁷. Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros”

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

1. Descripción general

Fueron emitidos en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II - CAF-AM, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero, según el siguiente detalle:

Denominación	Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II - CAF-AM
Fiduciario	Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN AFISA)
Gestor	CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAF-AM)
Títulos por Emitir	Certificados de Participación (CPs)
Activos del Fideicomiso	Conjunto de Inversiones en Deuda realizadas por el Fideicomiso
Moneda	Pesos Uruguayos, expresados en Unidades Indexadas (UI)
Monto de la Emisión	UI 4.000.000.00
Distribuciones	Trimestrales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
Calificadora de Riesgo	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

CARE contrató al Estudio Olivera Abogados, a fin de obtener una evaluación independiente de las características jurídicas de esta operación. Su informe, incluido en la calificación original de este instrumento en noviembre de 2018, concluye que la estructura elegida evita cuestionamientos en cuanto a que los préstamos a realizar por el Fideicomiso constituyan una intermediación financiera no autorizada. Asimismo, destaca la importancia de la figura del Gestor en la mitigación de los riesgos de crédito a que están expuestos los potenciales inversores en los CPs del Fideicomiso, que se establecen procedimientos y plazos razonables para identificar proyectos y concretar operaciones de financiamiento en condiciones acordes con los objetivos de aquel y se señala que la distribución de roles entre Fiduciario y Gestor reflejan un “estado del arte” en Uruguay para este tipo de iniciativas, que hasta el momento se ha mostrado exitosa.

Analizados en detalle los puntos anteriores, y aclarado el alcance jurídico de las opiniones del estudio jurídico tanto como las de CARE, las conclusiones se transcriben a continuación.

- 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. El Gestor ha ido recabando experiencia en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay a través de su actuación en el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I (en adelante, "CAF I"), a lo que se suma su vinculación con la CAF y el compromiso de ésta de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero.
- 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 tales títulos dependerá de la correcta estructuración de las operaciones de otorgamiento de crédito a terceros.
- d. 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. Visto el informe antes mencionado *se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser registrados y tener acceso al mercado secundario en el mercado de valores uruguayo. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. *El riesgo es medio y medio bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión SA (en adelante **La Fiduciaria o CONAFIN AFISA**) en su condición de emisora, agente de pago y fiduciaria del Fideicomiso Financiero y CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A, (en adelante **CAFAMU o Gestor**) 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.

La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión SA (**CONAFIN 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 CONAFIN AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

CONAFIN AFISA, es una sociedad anónima uruguaya cerrada, con sede social en Montevideo, cuyo capital accionario está representado por acciones nominativas y corresponden en su totalidad a la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND).

La sociedad tiene como actividad principal la administración de fondos de inversión y la actuación como fiduciario en fideicomisos financieros. Al 31/12/18, contaba con varios fideicomisos en su cartera en los que actuaba como fiduciaria. Estos son de distinta índole y materia, los hay financieros, de garantía y de administración abarcando distintas temáticas. En particular se destaca el antecedente de CONAFIN AFISA como fiduciaria del Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay así como en varios de administración en la temática de obras de infraestructura.

Sus estados financieros son auditados por KPMG. Un resumen de ellos al 31/12/18 se presenta a continuación.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-18	31-Dec-17	31-Dec-16
Activo	177.149	136.857	130.367
Activo Corriente	41.421	96.786	99.076
Activo no Corriente	135.728	40.072	31.291
Pasivo	28.255	6.765	14.557
Pasivo Corriente	28.255	6.765	14.551
Pasivo no Corriente	-	-	6
Patrimonio	148.894	130.092	115.810
Pasivo y Patrimonio	177.149	136.857	130.367
Razón Corriente	1,47	14,31	6,81

Fuente: EE.CC CONAFIN AFISA

Según dichos estados financieros, al cierre de periodo la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 148.894, 14,45 % superior a diciembre de 2017. La

liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) no ofrece dificultades.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)		
Concepto	31-Dec-18	31-Dec-17
Ingresos activid. ordinarias	67.051	60.564
Costo servicios prestados	(49.666)	(43.774)
Ganancia Bruta	17.385	16.790
Costo Admin y ventas	(4.457)	(4.599)
Resultados Operativos	12.928	12.190
Resultado financiero neto	14.663	5.680
IRAE	(6.596)	(5.114)
Resultados del Ejercicio	20.994	12.756
Otros resultados integ.	(2.192)	1.526
Resultado integral final	18.802	14.281

Fuente: EE.CC CONAFIN AFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra un nivel de facturación similar (en términos reales) al del año anterior mejorando el resultado final explicado fundamentalmente por los resultados financieros.

En definitiva, la firma muestra niveles de solvencia y liquidez sólidos. Esto, sumado a la cantidad y el tipo de fideicomisos que mantiene en cartera permiten afirmar que su idoneidad y capacidad para la función que se le encomienda en el presente fideicomiso no ofrece objeciones.

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 (es el principal financiador de infraestructura en América Latina), 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. De todas formas, cabe subrayar que aun así CAF no está obligada a desarrollar, ni es por tanto responsable, acerca de los servicios que presta CAF-AM.

CAF-AM Uruguay sólo podrá promover y/o administrar otro fideicomiso o vehículo en la República Oriental del Uruguay con características similares a éste. Es decir, que tenga por objeto invertir en un portafolio de Inversiones en Deuda de Proyectos de Infraestructura en las condiciones previstas en el Contrato de Fideicomiso y en el Contrato de Gestión.

Asimismo, la Asamblea de Titulares del Fondo I autorizó la participación de CAF-AM Uruguay como Gestor del Fideicomiso. Este, se rige por una serie de normas tendientes a preservar cualquier conflicto de intereses que pudieran surgir.

La estructura de administración se mantiene en lo esencial según se comentara en ocasión de la calificación original por lo que no es necesario reiterarla. Se mantienen las funciones principales, esto es: el Gerente General es Fabián Ibarburu y el Gerente de Riesgo Javier Liberman, ambos profesionales de probada trayectoria.

Como antecedente importante, actualmente CAF-AM Uruguay gestiona el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I ("Fondo CAF I"), por un valor nominal de UI 2.800.000.000. Este fideicomiso se encuentra operativo, habiendo concretado ya operaciones de financiamiento de infraestructura. Al igual que el CAF II, fue calificado con grado inversor por CARE.

El Fideicomiso

El presente fideicomiso se constituye mediante contrato celebrado entre CONAFIN (fiduciaria); CAFAM (gestor) y BEVSA (fideicomitente) el 12/11/18. Días después, el 27/11/18 las partes acordaron modificar ciertos términos y condiciones del contrato. El 30/11/18 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

La autorización refiere a la emisión de CP's por un valor total de UI 4.000 millones los que fueron suscriptos por los inversores en el mes de diciembre de 2018 habiendo integrado de inmediato la cantidad de UI 2.470.000. Como hecho posterior al cierre de ejercicio, se informa que con fecha 5/2/19 se realizó una segunda emisión e integración por UI 3.411.001

Se desprende de lo anterior que el ejercicio informado es de aproximadamente un mes y no registra actividad relevante. Solo a título informativo se expone en los cuadros siguientes un resumen de los EE.CC del fideicomiso al 31/12/18.

Cuadro 3: Situación Fideicomiso (miles \$)	
Concepto	31-Dec-18
Activo	10.786
Activo Corriente	9.933
Activo no Corriente	853
Pasivo	3.100
Pasivo Corriente	3.100
Pasivo no Corriente	-
Patrimonio	7.685
Pasivo y Patrimonio	10.786
Razón Corriente	3,20

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Cuadro 4: Resultados Fideicomiso (miles \$)

Concepto	31-Dec-18
Gastos de administración	(334)
Resultados financieros	(2)
Resultado del ejercicio	(336)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Riesgos considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del gestor. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo.*

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 y aspectos descriptivos del proyecto

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 II - CAF AM” (CAF II) es generar rentabilidad para los Titulares a través del conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso. En consecuencia, esas Inversiones en Deuda son los principales bienes fideicomitidos.

El Fideicomiso, por contrato, cuenta con un plazo de hasta 5 años para invertir los fondos en los proyectos. Desde su constitución hasta la presente actualización no se han concretado operaciones de financiamiento. Por este motivo, no se conocen aún los activos subyacentes que van a entrar al Fideicomiso ni tampoco cómo será la situación macroeconómica que pueda afectarlos. En especial, no se conoce cómo será la dinámica del riesgo país, que será de vital importancia en tanto será la tasa de referencia (más el margen correspondiente) para fijar la tasa contractual de los préstamos. Adicionalmente, se sabe de la voluntad política del gobierno de promover diversos proyectos de infraestructura, pero no los términos contractuales de las operaciones de financiamiento, el cronograma de desembolsos estimado ni las garantías que los acompañarán.

En estas circunstancias, simular un flujo de fondos con activos y flujos de desembolsos no conocidos no tendría una correspondencia razonable con los flujos reales. Bajo estas circunstancias, el Comité de Calificación de CARE consideró que no sería representativo establecer un flujo de fondos a largo plazo y, en consecuencia, establecer un rendimiento esperado de los valores a emitir, al menos hasta que una porción significativa de los recursos a disposición del CAF II sean aplicados a proyectos.

A falta de estos elementos, es que nuestro análisis se ha focalizado en cuestiones de gobierno corporativo y en la idoneidad de las entidades y personal a cargo para seleccionar, analizar y establecer términos y condiciones para las Inversiones en Deuda que determinen un flujo de fondo satisfactorio para los inversores. En tal sentido, en la sección anterior se señalaron las fortalezas del gobierno corporativo y las restricciones que el Contrato de Fideicomiso impone para la selección de inversiones.

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 CAF-AM, que tiene sus incentivos alineados con el éxito de la operación. De todos modos, no habiendo comenzado aún la etapa de selección de proyectos, consideramos que el *riesgo* de este componente *es medio y medio bajo*.

- **Riesgo de descalce de moneda;** mientras que los CPs van a estar denominados en UI, las inversiones en deuda pueden hacerse en pesos ajustados por inflación (UI) o dólares, lo que expone a los retornos del inversor a las fluctuaciones en el tipo de cambio real. Nuevamente, sin conocer aún la estructura de financiamiento de los proyectos a incorporar, se considera que este *riesgo es bajo medio*.
- **Riesgo de demanda,** que supone en este caso la insuficiencia de proyectos de obra pública a financiar. Por razones detalladas en la Sección V este riesgo se considera *bajo*.
- **Riesgo de generación de flujos;** en función de todo lo anterior y teniendo presente la política de intereses mínimos exigidos se infiere que el riesgo que las inversiones no generen los flujos necesarios para remunerar los CP's con un rendimiento razonable es *medio y medio 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 en la emisión (alrededor de USD 480 millones, según las cotizaciones de la UI y el peso uruguayo respecto al dólar al momento de este informe⁸).

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 USD 1,9 mil millones, lo que excede largamente el capital disponible para invertir por parte de este Fideicomiso Financiero, además del remanente disponible en el CAF I.

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, el flujo de Proyectos a ser financiados bajo la modalidad PPP viene desarrollándose a un ritmo auspicioso, a saber:

- La licitación para el llamado Circuito 1 (Rutas 12, 54, 55 y 57 y bypass de Carmelo) fue adjudicada provisionalmente. En la misma situación están las licitaciones de los llamados Circuito 2 (Rutas 9 y 15), Circuito 3 (obras en Ruta 14 Oeste y bypass a Sarandí del Yi), Circuito 5 (tramos de Ruta 14 y Ruta 15) y Circuito 7 (una iniciativa privada de ampliación a doble vía en Ruta 3 entre Rutas 1 y 11 y bypass a San José).
- Se están evaluando las ofertas del llamado Circuito 6 (Ruta 6 y bypass San Ramón)

⁸. \$ 4,1566 por UI y \$ 34,636 por dólar al 25 de abril de 2019.

- También fue adjudicado provisionalmente el proyecto del Ferrocarril Central, que comprende la infraestructura, vía y desvíos del tramo ferroviario comprendido entre el Puerto de Montevideo y la estación Paso de los Toros. Sin embargo, está previsto que el financiamiento de este proyecto esté comprendido en un Fideicomiso independiente, aunque también con participación de CAFAMU y CAF.
- Infraestructura Educativa: Se adjudicaron provisionalmente un proyecto de construcción de 44 jardines de infantes y 15 centros CAIF y un proyecto de construcción de 23 escuelas, 9 polos tecnológicos y 10 polideportivos. Están en evaluación de ofertas un proyecto de construcción de 27 centros CAIF y 15 escuelas y otro de construcción de 42 liceos y 16 UTUs.

De esta forma, sin perjuicio de otros proyectos, existen siete iniciativas PPP que cuentan con adjudicación provisional, cuya inversión estimada asciende a unos USD 684 millones. Hay otros tres proyectos en evaluación de ofertas, cuya inversión asciende a unos USD 244. Todo esto sin contar el proyecto del Ferrocarril Central, por USD 839 millones, que eventualmente daría lugar a un nuevo Fideicomiso. Deduciendo el capital suscrito de USD 340 millones en el FF CAF I, quedan unos USD 588 millones de inversión pasibles de ser financiados con cargo al FF CAF II.

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 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 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 muy 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 estos 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 BBB (uy)⁹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Julio de Brun

⁹ BBB (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. 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 en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez