

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

Montevideo, mayo de 2020

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

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO CPs. FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE DEUDA PARA INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY II CAF-AM-29-mayo -2020

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 2020.
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán y Ec. Julio de Brun
Calificación de riesgo:	BBB uy
Manual:	"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 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 sólo se ha concretado una inversión 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. La utilización del mecanismo de Participación Público-Privada fue impulsada durante el gobierno anterior (Ley 18.786 del 19 de julio de 2011 reglamentada por el Decreto 17/012 y Decreto de 30 de julio de 2018 en el que se declara promovido este fideicomiso, con los consiguientes beneficios fiscales). Tras el cambio de autoridades, no se tienen elementos para determinar si habrá un incremento de proyectos bajo esta modalidad, lo que en todo caso requerirá de autorizaciones legales de índole presupuestal.
- Sin perjuicio de ello, se dispone de un conjunto de iniciativas bajo Participación Público-Privada que genera una demanda potencial de operaciones para el Fideicomiso que cubre una parte importante del capital suscrito. Como se explica en la Sección V, un listado tentativo sitúa dicha demanda en un valor en unos USD 570 millones (frente a un equivalente de USD 470 millones de capital suscrito), una vez deducidas inversiones que se atenderían con otros instrumentos financieros¹, distribuidos en diversas obras elegibles por este instrumento.
- La irrupción de la pandemia del coronavirus constituye un factor novedoso en el análisis de esta calificación, por su eventual impacto en el avance de las obras, los desembolsos previstos y, en definitiva, la ecuación económica del promotor y de los inversores en este Fondo. Si bien los escenarios más extremos están razonablemente cubiertos por las garantías contractuales, no encontramos efectos significativos sobre la marcha de los proyectos, más allá de atrasos de entre un mes y cuarenta y cinco días en las obras, que no tienen, dada la evolución del virus en Uruguay hasta el momento, un impacto significativo en la rentabilidad del Fondo.

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

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 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. Aunque a la fecha de esta actualización ya se ha celebrado una operación de crédito con cargo a este Fideicomiso, por un monto de UI 357 millones, 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 2020.

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 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, 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). Esta calificación se ha mantenido hasta el momento.

El 29 de enero de 2020 se suscribió el contrato de préstamo entre Fideicomiso Financiero "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM" (en adelante FF CAF II) y el consorcio Infraestructura Educativa II S.A., adjudicataria de la licitación del Proyecto "Diseño, financiamiento, construcción, operación y mantenimiento de 23 escuelas, 9 polos tecnológicos y 10 polideportivos", según Resolución del Poder Ejecutivo de 16 de mayo de 2018. Esta operación había recibido un dictamen de no objeción por parte de CARE el 3/10/19.

Posteriormente, con fecha 11/2/2020 se emitió Informe de no objeción a la inversión en deuda en el proyecto PPP "Corredor Vial Circuito 7". Las necesidades de fondos previstas para esta operación, durante el período de construcción (que corresponden al período de desembolso del préstamo y que se extienden hasta el año 2022) ascienden a unos UI 809 millones.

3. Las principales características de esta operación

- El Fideicomiso invertirá en un portafolio de Inversiones en Deuda Sénior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay ⁶.
- 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.

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 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.
- 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 2019.
- Estados Financieros del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019.
- 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-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 31/12/19 mantiene una importante cartera de fideicomisos bajo su administración. Estos son de distinta índole y materia, los hay financieros, de garantía y de administración abarcando distintas temáticas.

Sus EE.CC son auditados por KPMG; un resumen de los mismos al 31/12/19 se presenta a continuación.

Cuadro 1: CONAFIN - Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Activo	243.475	177.149	136.857
Activo Corriente	80.719	41.421	96.786
Activo no Corriente	162.757	135.728	40.072
Pasivo	48.251	28.255	6.765
Pasivo Corriente	24.871	28.255	6.765
Pasivo no Corriente	23.381	-	-
Patrimonio	195.224	148.894	130.092
Pasivo y Patrimonio	243.475	177.149	136.857
Razón Corriente	3,25	1,47	14,31

Fuente: EE.CC CONAFIN AFISA

Puede observarse que el patrimonio contable mantiene una tendencia creciente. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) no ofrece dificultades.

Cuadro 2: CONAFIN - Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Ingresos activid. ordinarias	112.427	67.051	60.564
Costo servicios prestados	(67.924)	(49.666)	(43.774)
Ganancia Bruta	44.503	17.385	16.790
Gastos Admin y ventas	(6.015)	(4.457)	(4.599)
Resultados Operativos	38.488	12.928	12.190
Resultado financiero neto	19.025	14.663	5.680
IRAE	(10.448)	(6.596)	(5.114)
Resultados del ejercicio	47.064	20.994	12.756
Otros resultados integ.	(735)	(2.192)	1.526
Resultado integral final	46.330	18.802	14.281

Fuente: EE.CC CONAFIN AFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados y consistentemente con lo comentado líneas arriba, la firma muestra un nivel de facturación creciente respecto al mismo periodo del año anterior; lo mismo ocurre con los resultados del ejercicio.

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, 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.

A la fecha, la firma está administrando tres operaciones análogas (incluyendo esta) la primera de las cuales ya tiene más de 3 años de trayectoria sin que se hayan registrado inconvenientes en el cumplimiento del plan de negocios. Esto permite conformar una trayectoria propia y que hasta el momento ha demostrado idoneidad en su desempeño.

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.

En lo que refiere a su situación económica y financiera, CARE tuvo a la vista 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 presente fideicomiso se constituyó 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. Posteriormente, con fecha 5/2/19 se integraron UI 3.411.001 (última hasta la fecha) lo que hacen un total acumulado al 31/12/19 de UI 5.881.001 algo menos de 1,5 % del total autorizado.

Al 31/12/19 el Fideicomiso no ha registrado aun operación alguna. En fecha posterior al cierre, el 29/1/2020 se suscribió el primer contrato de financiación con Infraestructura Educativa I SA. Los costos del proyecto se estiman en un total de UI 581.287.282 y u\$s 28.639.590. Por esta operación CARE emitió nota de no objeción con fecha 3/10/19.

Posteriormente, con fecha 11/2/2020 se emitió Informe de no objeción a la inversión en deuda en el proyecto PPP "Corredor Vial Circuito 7". Las necesidades de fondos previstas para esta operación, durante el período de construcción (que corresponden al período de desembolso del préstamo y que se extienden hasta el año 2022) ascienden a unos UI 809 millones

A título informativo, en los cuadros siguientes se exponen resumidamente los EE CC del Fideicomiso al 31/12/19 y su comparativo con el periodo anterior.

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

Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18
Activo	20.194	10.786
Activo Corriente	20.194	10.786
Activo no Corriente		
Pasivo	2.626	3.100
Pasivo Corriente	2.626	3.100
Pasivo no Corriente	-	-
Patrimonio	17.568	7.685
Pasivo y Patrimonio	20.194	10.786
Razón Corriente	7,69	3,48

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Cuadro 4: Estado de Resultados Fideicomiso (miles \$)

Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18
Ingresos	1.032	
Gastos de administración	(5.653)	(334)
Resultados financieros	817	(2)
Resultado del ejercicio	(3.805)	(336)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como se ha dicho, a la fecha de cierre el Fideicomiso todavía no había iniciado operaciones.

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” (en adelante, FF 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 cinco años para invertir los fondos en los proyectos. Desde su constitución hasta la presente actualización se ha concretado una operación de financiamiento.

Proyecto Infraestructura Educativa II

El primer contrato de inversión en deuda de este Fideicomiso se firmó el 29 de enero de 2020 entre FF CAF II y el consorcio Infraestructura Educativa II S.A., adjudicatario de la licitación del Proyecto “Diseño, financiamiento, construcción, operación y mantenimiento de 23 escuelas, 9 polos tecnológicos y 10 polideportivos” según Resolución del Poder Ejecutivo de 16 de mayo de 2018. El plazo del contrato es de 22 años, contados desde la firma del contrato licitado.

Las inversiones que se estima realizar durante el período de construcción ascienden a unos UI 780 millones, cifra que incluye, además de los costos de construcción, los gastos de estructuración del proyecto, los gastos financieros durante el período de construcción y el capital de trabajo necesario para constituir las cuentas de reserva y la caja necesaria para cubrir necesidades operativas.

De esas necesidades de fondos, FF CAF II acordó un préstamo de hasta UI 357 millones. Es una operación a 20 años de plazo, en la que la tasa de interés aplicable será del 6,63% nominal anual, en unidades indexadas.

El contrato de préstamo contiene 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 mínimos⁸ y la imposición de requisitos de liquidez mínimos a través de diversas cuentas. A esto se suman los colaterales y medidas preventivas propias de los contratos PPP, como ser la posibilidad de cesión en garantía de Educativa II a FF CAF II de los derechos y obligaciones emergentes del borrador de 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 conforme a lo establecido en el artículo 58 de la Ley N° 18.786 de 19 de julio de 2011 y artículo 82 y siguientes del Decreto N° 017/2012.

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 Ingeniero Independiente, sin perjuicio de la vigencia de los seguros ofrecidos y la realización de los aportes de capital requeridos a la sociedad promotora.

⁸. Ratios de Deuda Senior a Total de Fondos y de Cobertura de Servicio de la Deuda, entre otros

El resto de las necesidades de financiamiento se cubren con UI 34 millones de un préstamo de la Corporación Andina de Fomento (CAF) y un préstamo del Banco Interamericano de Desarrollo por hasta USD 23,5 millones (equivalentes a aproximadamente UI 206 millones). Esto totaliza deuda senior por el equivalente a UI 582 millones. El resto de las necesidades de fondos se cubren por los ingresos operativos netos de la PPP durante el período de construcción (UI 58 millones) y aportes de capital y préstamos subordinados por UI 140 millones.

Otros proyectos

Existen otros proyectos PPP que podrían recibir financiamiento del FF CAF II, a saber

- Circuito 7 (una iniciativa privada de ampliación a doble vía en Ruta 3 entre Rutas 1 y 11 y bypass a San José). Se trata de una inversión de aproximadamente UI 800 millones, en la que FF CAF II podría participar con un financiamiento de hasta UI 300 millones
- Circuito 2 (Rutas 9 y 15). Es una inversión, también con adjudicación provisional, del entorno de los UI 1.000 millones. Estimamos que FF CAF II podría participar con un financiamiento de UI 500 millones.
- Circuito 5 (tramos de Ruta 14 y Ruta 15). Representa una inversión que también está en el entorno de los UI 1.000 millones, en la que se supone que FF CAF II puede financiar hasta UI 500 millones
- Educativa 3, es un proyecto de construcción de 27 centros CAIF y 15 escuelas, que involucra necesidades de inversión por unos UI 370 millones. Se supone que FF CAF II puede participar con UI 200 millones.

Consideramos que éstas son las iniciativas que con mayor plausibilidad se podrían financiar con cargo al FF CAF II. Por el momento, efectuaremos proyecciones financieras basadas en una utilización de UI 1.850 millones en este fondo.

Proyecciones financieras

Suponiendo que el portafolio de inversiones de este fideicomiso se cierra con un monto de UI 1.850 millones, y asumiendo tasas de interés y condiciones de amortización similares a las observadas en las últimas operaciones de crédito negociadas por CAFAM actuando como Gestor en los distintos fideicomisos de inversión en deuda, estimamos una tasa de retorno para los inversores en torno al 5,7% anual en UI. Con una curva de rendimientos soberana en UI que muestra rendimientos de 3,65% a 10 años, 3,78% a 15 y 3,83% a 20, 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.

De todas maneras, dado el alto grado de incertidumbre que tiene la simulación de un flujo de fondos, desde el momento que sólo se ha comprometido un 10% de los recursos del FF CAF II en operaciones de inversión en deuda, el Comité de Calificación de CARE consideró que el análisis del riesgo crediticio debe seguir 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, tal como lo ha venido haciendo hasta ahora.

COVID 19

La irrupción de la pandemia del COVID 19 generó medidas de mitigación por parte del gobierno uruguayo, que en muchos sectores de actividad supusieron la paralización casi total de actividades. En el caso de la construcción, se dispuso de una licencia especial que, tras la aprobación de algunos protocolos de actuación en acuerdo entre el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social y las empresas y trabajadores del sector, se levantó en la semana del 13 de abril.

Esto afectó las actividades en el Proyecto Educativa 2, pues el inicio de la licencia de la construcción lo tomó en medio de los trabajos preparativos. Eso generó una postergación en el inicio normal de actividades, que por lo menos quedó acotado al 13 de abril.

Tras el análisis de los contratos PPP se puede concluir, en forma preliminar, que los atrasos en las obras provocados tanto por medidas de prevención dispuestas por las autoridades como por enfermedades de los operarios, pueden entrar en la categoría de eventos de fuerza mayor, con lo que no implicarían sanciones económicas para los adjudicatarios de las PPP. Por supuesto, pueden producirse demoras en los flujos de fondos previstos que, según su gravedad, podrían implicar postergaciones en los ingresos esperados por los inversores.

Dada la naturaleza general de las medidas adoptadas para suavizar los daños económicos del coronavirus, es posible que, de ser necesario, se produzcan negociaciones con el adjudicador de las obras para contemplar el restablecimiento de la ecuación financiera, si la crisis alcanzara grados de severidad. En última instancia, la realización de desembolsos con las adecuadas certificaciones le da razonable protección a los acreedores respecto del capital invertido, en función de las garantías enumeradas más arriba.

De todas maneras, la evolución que viene teniendo el virus en Uruguay, en general, y en el sector construcción, en particular, no hacen pensar por el momento en un cambio sustantivo en las condiciones económicas de las distintas inversiones en deuda, por lo que la calificación por parte de CARE no se ha visto afectada por esta situación.

2. Riesgos considerados

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 el riesgo es muy bajo.*

Riesgo de generación de flujos: dado que sólo un 10% de los recursos disponibles está comprometido en inversiones en deuda, no se tiene otro elemento de juicio que el de la experiencia del Gestor y demás intervinientes en el proceso de negociación y generación de los créditos. En base a esos antecedentes, se considera *que el riesgo de que las operaciones de préstamo no generen los flujos necesarios para remunerar los CP's con un rendimiento razonable es bajo-medio.*

Riesgo de demanda, que supone en este caso la insuficiencia de proyectos de obra pública a financiar. En base al análisis realizado en esta sección, donde se ha optado por la prudencia a la hora de evaluar qué tantos proyectos se pueden incorporar en este fideicomiso, *este riesgo se considera medio.*

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 su 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. Como vimos en la sección anterior, sólo se ha comprometido recursos en un proyecto, por menos del 10% del capital suscrito del FF CAF II. Por lo tanto, hay muchos factores, entre los que puede incluirse la eventualidad de una menor prioridad para la nueva Administración en cuanto a la utilización de la modalidad de PPP, que pueden hacer que no se alcance a invertir todos los fondos previstos.

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. De hecho, ya podemos estimar que los compromisos asumidos por el Estado con las PPP ya adjudicadas absorben buena parte de los presupuestos de inversión actuales de los organismos involucrados.

A esto se suma que la situación de emergencia sanitaria generada por la pandemia ha significado un importante costo para la economía, el que ha requerido medidas compensatorias por parte del Estado, además de la natural repercusión sobre los estabilizadores automáticos en los ingresos y el gasto. Esto ha tensionado aún más la difícil situación fiscal y se suma a una situación económica que, antes de la pandemia, ya mostraba signos de estancamiento. De todos modos, el perfil de la deuda pública uruguayo y la facilidad de acceso a los mercados de capitales, así como la disponibilidad de recursos extraordinarios de los organismos multilaterales de crédito, todavía le dan capacidad de resistencia a la economía uruguayo y sus finanzas públicas.

Riesgos considerados

Riesgo político; refiere a que el cambio de Administración genere un cambio en las reglas de juego que afecte al flujo esperado de recursos del fideicomiso. Dado el grado de avance en los contratos y las obras se considera que *este riesgo es bajo*.

Riesgo macroeconómico, que incorpora la posibilidad de que fluctuaciones económicas o limitaciones de origen fiscal afecten la capacidad del sector público de cumplir con los compromisos financieros adoptados en la forma prevista. La situación de acceso a financiamiento externo que tiene Uruguay permite atenuar el panorama económico adverso actual, *por lo que este riesgo se considera bajo medio*.

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



Ing. Julio Pirova



Sr. Martín Durán Martínez

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.**



Julio de Brun