

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
FIDEICOMISO FINANCIERO CAF
-AM FERROCARRIL CENTRAL**

Montevideo, mayo de 2020

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

**CALIFICACIÓN DE RIESGO C.Ps. FIDEICOMISO FINANCIERO CAF-AM FERROCARRIL
CENTRAL
29- mayo - 2020**

Plazo:	20 años
Fiduciario:	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)
Monto:	equivalente en pesos uruguayos de hasta 3 mil millones de UI
Activos del Fideicomiso:	Inversión en Deuda Senior en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central realizada por el Fideicomiso.
Asesor Legal:	Guyer & Regules
Fideicomitentes y Beneficiarios:	Suscriptores iniciales de los CP's
Gestor:	"CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A."
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	RAFISA
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 "CAF-AM Ferrocarril Central", manteniendo la calificación BBB (uy) de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe del Anexo. Este informe, habitual en todas las calificaciones de riesgo, cobra en este caso una relevancia mayor, si cabe, en tanto roza elementos de ámbitos muy diversos en el campo del derecho.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor se ajusta a expectativas razonables de rentabilidad, dada la comparación con otros negocios análogos, y teniendo presente la tasa de interés que razonablemente se cobrará en el préstamo.
- Este Fideicomiso amplía la capacidad financiera ya implementada con el "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM" (CAF I) y el "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II – CAF AM" (CAF II), ambos también calificados por CARE. Los antecedentes del Gestor CAF-AM en dichas operaciones, así como los procedimientos de gobernanza allí implementados, fueron relevantes a la hora de emitir nuestra opinión sobre este Fideicomiso.
- Vinculado a lo anterior, también se ha valorado la vinculación de la Corporación Andina de Fomento (CAF) como accionista de CAF ASSET MANAGEMENT CORP., sociedad a su vez accionista del Gestor del Fideicomiso CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A. y el notorio compromiso de CAF por el cofinanciamiento que pueda asumir en la inversión en deuda del fideicomiso.
- El Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, adjudicado bajo la modalidad PPP, ha adquirido importancia estratégica, particularmente por su vinculación con la inversión en una nueva planta de celulosa en Uruguay. Si bien el inicio de las obras se materializa en medio de un cambio de Administración, las negociaciones del nuevo Gobierno con UPM han permitido ratificar la concreción de la inversión en la planta de celulosa y las vinculadas a ella, como la que es objeto de este fideicomiso.
- La inversión inicial, estimada en algo más de mil millones de dólares, cuenta con financiamiento proveniente de este fideicomiso por un estimado a UI 2.700 millones..
- La calificación original de los certificados de participación en este fideicomiso, efectuada por CARE un año atrás, estuvo basada en la política de inversión, la conformación de la estructura de decisiones acerca de la inversión en deuda a realizar, las disposiciones de gobierno corporativo en general, y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave. Habiéndose concretado la operación de préstamo, se puede actualizar ahora la calificación, incorporando un flujo de fondos esperado para el inversor..

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 CAF-AM Ferrocarril Central".

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 ni 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 no había concretado la inversión en deuda al momento de la calificación original, se previó la intervención de CARE para revisar la calificación cuando se concretara la operación de financiamiento, verificando que la misma no afecta la calificación de los certificados del fideicomiso haciéndolos caer por debajo del grado inversor¹. Esa intervención por parte de CARE se produjo el 25 de setiembre de 2019.

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 proyecto 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 del negocio de financiamiento, de tal forma de asegurar que la calificación del fideicomiso no caerá debajo del grado inversor con el financiamiento acordado. Al contrario, la concreción satisfactoria de este negocio debería determinar, todo lo demás constante, un mejoramiento de la nota inicial a medida que diversos elementos de incertidumbre se vayan disipando.

Por tratarse de un fideicomiso que se constituye para conferir financiamiento a un proyecto de infraestructura cuyos términos aún no eran conocidos en el momento de la calificación original, cobró particular relevancia en esa instancia el análisis de la política de crédito, la conformación de la toma de decisiones en torno a las inversiones en deuda, las disposiciones de gobierno corporativo en general y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave de la estructura fiduciaria, entre otros.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales². Éstos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web:

¹. Sin perjuicio de las actualizaciones regulares de norma.

². "Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros"

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 Ec. Julio de Brun, el Ing. Julio Preve y el Cr. Martín Durán Martínez.

2. Antecedentes generales

La Corporación Andina de Fomento (CAF) ha decidido apoyar el financiamiento de una serie de proyectos de infraestructura en Uruguay, a través de la modalidad de Participación Público-Privada (PPP). Para ello, provee financiamiento mediante la forma de deuda senior a los adjudicatarios de los proyectos PPP. Los contratos de deuda se incorporan como activos de fideicomisos financieros, cuyos beneficiarios son los suscriptores de los certificados de participación (CP) emitidos por dichos fideicomisos. Además del fiduciario, dichos fideicomisos cuentan con el apoyo técnico de un Gestor, que es una entidad creada con dicho fin por la CAF en Uruguay: CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAFAMU)³. Dicha entidad aporta la experiencia de CAF y de su propio staff técnico en la selección, análisis y recomendación de inversiones en deuda y en el diseño contractual de los préstamos. Además, está previsto que la propia CAF participe en el financiamiento del proyecto, bajo condiciones análogas a las del fideicomiso financiero. Hasta el momento, se han implementado tres fideicomisos financieros con estas características, todos calificados por CARE.

El 24 de octubre de 2016 República AFISA divulgó, en carácter de Fiduciario, el Prospecto Informativo del primero de ellos: el "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I" (CAF I) para la emisión de Certificados de Participación (CPs) por el equivalente en pesos uruguayos de un total de hasta 2,8 mil millones de unidades indexadas. CARE otorgó a la emisión de dichos CPs la calificación BBB (uy) en marzo de 2016, la cual revisó al alza a A – (uy) en noviembre de 2019. Este fondo ya comprometió 2,6 mil millones de UI al momento actual, distribuidos en cuatro proyectos..

Por su parte, 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" (CAF II). 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 Fiduciario. Al igual que en el CAF I, en este Fideicomiso Financiero también se preveía la participación de CAF-AM como Gestor y la posibilidad de cofinanciamiento por parte de la CAF. Hasta el momento, el CAF II ha concretado una operación de inversión en deuda, por UI 357 millones. En noviembre de 2018, CARE otorgó a los CPs del CAF II la calificación BBB (uy), la cual mantuvo en la actualización realizada en abril de 2019.

El tercero, que es el que nos ocupa, es el "Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central" (FF CAF III), cuyo Prospecto fue autorizado por el Banco Central del Uruguay para su inscripción en el Registro de Mercado de Valores el 11 de setiembre de 2019.

Al igual que lo ocurrido con el CAF I y el CAF II, el Poder Ejecutivo declaró promovida la actividad desarrollada por el CAF III 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 2018⁴).

³. 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.

⁴. El mismo que otorgó beneficios fiscales para el CAF II.

En el CAF III vuelve a participar CAF-AM en calidad de Gestor. También de forma análoga a la prevista en los fideicomisos financieros CAF I y CAF II, en el CAF III se introduce la posibilidad de que la propia CAF participe en el cofinanciamiento del proyecto del Ferrocarril Central.

El 21 de octubre de 2019 se firmó el contrato de préstamo entre el FF CAF III y el Grupo Vía Central, adjudicatario del Contrato PPP para el diseño, construcción, financiamiento y mantenimiento de los 273 km. de vías férreas de Montevideo a Paso de los Toros, que fuera otorgado el 10 de mayo de 2019.

Este instrumento fue calificado por CARE el 28 de mayo de 2019 como BBB (uy) y se presentó un informe de no objeción al contrato de inversión en deuda el 25 de setiembre de 2019. Dicha calificación se mantiene en oportunidad de este informe

3. Las principales características de esta operación

- El Fideicomiso invierte en Deuda Senior en el Proyecto Ferrocarril Central, a ser ejecutado mediante la modalidad de Participación Público-Privada (PPP)⁵.
- Por “inversiones en deuda” se entiende el otorgamiento de Deuda Senior al Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central. Para ser elegible este proyecto para realizar la inversión en deuda, deberán cumplirse, entre otras, las siguientes condiciones⁶:
 - Que la estructura del financiamiento propuesto sea adecuada a la naturaleza del Proyecto, incluya una apropiada asignación de riesgos y cuente con las medidas de mitigación requerida y acorde con las mejores prácticas de mercado;
 - Que los riesgos de construcción y de culminación deberán estar debidamente identificados y mitigados;
 - Que la exposición al riesgo de mercado, (volumen y precio) del proyecto sea cuantificable, y apropiadamente mitigado;
 - Que los promotores del proyecto aporten recursos propios al menos por el mayor entre (i) el que sea apropiado para sus características (ii) el exigido por la entidad concedente en el contrato PPP;
 - Que los promotores otorguen garantías de culminación, de sobrecostos y deficiencias en forma y contenido satisfactorios y acorde con las prácticas de mercado;
 - Que los contratos y documentos de proyecto estén bien estructurados y adecuados, y con contrapartes de reconocido prestigio y experiencia comprobada en el campo respectivo;
 - Que el resultado de la evaluación crediticia realizado por el Gestor muestre que la estructura financiera del proyecto permite el adecuado y oportuno pago de sus obligaciones, aún en escenarios de estrés resultantes de la ocurrencia de hechos imprevistos;

⁵. Por Deuda Senior 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 Ferroviario Ferrocarril Central, exceptuando aquellos con mejor prioridad o prelación por disposición legal” (definición utilizada en el Prospecto de Emisión).

⁶. Según el Anexo “Política de Inversión” en el Contrato de Fideicomiso.

- Que la estructura jurídica, administrativa, y contractual del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central sea adecuada;
- Se buscará que, en caso de que se produzca una terminación anticipada del contrato PPP del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, por cualquier causa, la estructura contractual tenga elementos que permitan estimar que dicho proyecto cuente con los recursos financieros necesarios para repagar la Inversión en Deuda del Fideicomiso.
- La Inversión en Deuda fue analizada por el Gestor, quien hizo la recomendación correspondiente al Fiduciario. Sus tareas se ajustaron 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. En esencia, el Gestor preparó y negoció los contratos, convenios y demás actos requeridos para el correcto cumplimiento de los fines del Fideicomiso y recomendó los términos y condiciones de la Inversión en Deuda.
- El Gestor cuenta con un Comité de Crédito, el cual resolvió de manera autónoma la recomendación al Fiduciario de efectuar la Inversión en Deuda, informando al Comité de Vigilancia de su decisión.
- El Gestor cuenta con un Comité de Calificación de Cartera encargado de realizar la evaluación interna de la Inversión en Deuda conforme se establece en el Contrato de Fideicomiso.
- El Fideicomiso cuenta con un Comité de Vigilancia encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones a cargo del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés. Está integrado por hasta un máximo de cinco miembros. Con la información presentada por el Gestor, el Comité de Vigilancia aprobó la Inversión en Deuda del Fideicomiso.
- El Fiduciario es, en última instancia, el responsable de la gestión del Fideicomiso, para lo cual examina las recomendaciones recibidas del Gestor, realizando su propia evaluación. Para ello, el Fiduciario constituyó un Comité de Evaluación de Inversiones, el cual es su órgano interno encargado de realizar el análisis de la Inversión en Deuda recomendada 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 Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 20 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.
- 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 para esta actualización fue la siguiente:

- Estados Contables de RAFISA al 31/12/2019.
- Estados contables del fideicomiso al 31/12/2019.
- Información referida al Gestor
- Información de avance de obra en el proyecto PPP.
- Constancias de informes regulares de los distintos órganos de gobernanza del fideicomiso, entre ellos los informes de crédito de CAFAMU y los informes trimestrales de avance del Fideicomiso de CAFAMU al Fiduciario.
- Documentación respaldatoria de operaciones de inversión en deuda (contratos, garantías, modelos financieros), sobre las que CARE emitió un dictamen de no objeción.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota⁷.

⁷. Manual de Calificación 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

Denominación	Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central
Fiduciario	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)
Gestor	CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAF-AM o CAFAMU)
Títulos por Emitir	Certificados de Participación (CPs)
Activos del Fideicomiso	Inversión en Deuda realizada por el Fideicomiso en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, además de otros bienes y derechos emanados de la gestión del Fideicomiso.
Moneda	Pesos Uruguayos, expresados en Unidades Indexadas (UI)
Monto de la Emisión	UI 3.000.000.000, con un mínimo de UI 1.650.000.000
Distribuciones	Trimestrales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
Calificadora de Riesgo	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico efectuado descarta eventualidades de conflictos derivados, por ejemplo, de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, entre otros. Los documentos del Fideicomiso Financiero y sus contratos asociados fueron evaluados en oportunidad de la calificación original (mayo de 2019). En resumen, las conclusiones emanadas de dicho análisis fueron las siguientes:

- a) Los Documentos de la Emisión no merecen observaciones desde un punto de vista legal o regulatorio y reflejan en definitiva el “estado de arte” y práctica jurídica actual en Uruguay para este tipo de instrumentos financieros;

- b) Afirmación similar puede efectuarse respecto de las previsiones contenidas sobre los roles de los participantes y las obligaciones previstas en el Fideicomiso Financiero, las cuales son las razonablemente esperadas para mitigar los riesgos a que se encuentra sujeta dicha estructura;
- c) El Gestor cuenta a la fecha con experiencia propia en Uruguay, administrando precisamente el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM I y II, con lo cual su rol en proyectos de infraestructura en Uruguay se encuentra razonablemente verificada por sí misma y se refuerza con la vinculación que el mismo tiene con la CAF y el compromiso de ésta última de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero;
- d) La Política de Inversión para el Fideicomiso Financiero contiene procesos y etapas razonables y acordes al objetivo perseguido por el Fideicomiso, más allá de hacer puntualizaciones sobre las especiales características derivadas de tener una inversión en un solo contrato de préstamo.

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, el instrumento comparte las limitaciones habituales del mercado de capitales uruguayo. *El riesgo es medio-bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante **RAFISA** o la **Fiduciaria**) en su condición de Agente de Pago, Emisora 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 República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

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

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

Según EE.CC al cierre del 31/12/2019 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 702.762. Esto supone un incremento del orden del 20 % respecto al que tenía al 31/12/2018. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1 Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Activo	810.023	705.262	637.392
Activo Corriente	224.515	261.447	249.236
Activo no Corriente	585.508	443.815	388.155
Pasivo	107.260	120.097	81.887
Pasivo Corriente	90.321	101.326	57.829
Pasivo no Corriente	16.940	18.772	24.058
Patrimonio	702.762	585.164	555.505
Pasivo y Patrimonio	810.023	705.262	637.392
Razón Corriente	2,49	2,58	4,31

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre del ejercicio 2019, la firma sigue mostrando resultados positivos, en este caso muy superiores a los exhibidos en el ejercicio anterior. Particularmente se

muestra un importante incremento en los resultados operativos, producto fundamentalmente de menores costos administrativos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a diciembre de 2019 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Ingresos Operativos	270.520	290.623	270.590
Gastos de Adm y Ventas	(204.701)	(283.795)	(225.274)
Resultado Operativo	65.820	6.828	45.316
Resultados Diversos	245	56	622
Resultados Financieros	65.260	53.691	17.636
IRAE	(28.376)	(15.910)	(16.323)
Resultados del periodo	102.948	44.665	47.251

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 31 de diciembre de 2019, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

El Gestor

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

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

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

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

La estructura de administración se mantiene en lo esencial según ya se comentara en la calificación original. 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

Con fecha 2/4/19 se firmó el contrato entre RAFISA (Fiduciario); CAF-AM (Gestor) y BEVSA en calidad de Entidad Representante de los Fideicomitentes. Este contrato fue posteriormente modificado en dos oportunidades con fechas 21/6/19 y 5/8/19.

El BCU con fecha 11/9/19 autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores según comunicado No. 2019/208.

Más allá de la idoneidad demostrada por los administradores, cabe recordar y tal como se describió en la calificación original, que el Fideicomiso cuenta con una estructura de gobierno corporativo muy potente que ofrece las garantías necesarias. A modo de resumen se enumeran los órganos que la componen: a) Comité de Vigilancia; b) Comité de Crédito del Gestor y Política de Inversión; Comité de Calificación de Cartera y Comité de Evaluación de Inversiones del Fiduciario.

El Fideicomiso tiene por finalidad invertir en deuda en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central. El monto, en CP's, autorizado a emitir es UI 3.000 millones. Estos fueron suscriptos por los inversores el 30/9/19.

En los cuadros siguientes se exponen, resumidamente, los estados de situación y resultados del Fideicomiso en el escaso tiempo que funcionó en 2019.

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

Concepto	31-Dec-19
Activo	463.898
Activo Corriente	51.792
Activo no Corriente	412.106
Pasivo	27.408
Pasivo Corriente	1.099
Pasivo no Corriente	26.309
Patrimonio	436.490
Pasivo y Patrimonio	463.898
Razón Corriente	47,13

Fuente: EE.CC Fideicomiso

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

Concepto	31-Dec-19
Intereses ganados	4.943
Diferencia de Cambio	3.804
Efecto pérdidas créditos	(2.003)
Margen financiero	6.743
Gastos de administración	(8.433)
Resultados financieros	1.285
Resultados del periodo	(405)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El 25/9/19 CARE emitió nota de no objeción a la participación del Fideicomiso en el proyecto de construcción, rehabilitación y mantenimiento de la infraestructura vial y desvíos del tramo ferroviario Puerto de Montevideo – Estación Paso de los Toros que tiene un costo estimado de u\$s 1.100 millones.

El 21/10/19 se suscribió el contrato de préstamo por el cual el Fideicomiso se compromete a financiar un monto de hasta UI 2.700 millones (algo más de u\$s 300 millones) según se describe detalladamente en otra sección de este informe.

Al cierre del ejercicio, 31/12/19, se habían emitido CP's por UI 151 millones los que fueron integrados en el mes de octubre. Posteriormente se hicieron dos nuevas integraciones con fechas 25/3/20 y 27/4/20 por algo más de UI 54 millones entre ambas. Es decir, a la fecha de redactar este informe, el monto suscrito y no integrado, asciende a, aproximadamente, UI 2.795 millones. Durante el ejercicio pasado, se generaron fondos netos distribuibles por \$ 183.5662.261; a la misma fecha, los desembolsos realizados fueron de UI 140.231.849.

En los comienzos de 2020 se ha declarado la pandemia del COVID 19; su evolución es incierta así como el impacto que podrá tener en esta operación. No obstante lo cual, la Gerencia estima que las mismas no tendrán un impacto significativo en el Fideicomiso dado que los desembolsos realizados se encuentran asociados a avances de obra certificados. Adicionalmente, se cuentan con garantías que mitigan los efectos negativos de este tipo de contingencias.

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 CAF AM Ferrocarril Central” (CAF III) es generar rentabilidad para los Titulares a través de una inversión en Deuda Senior realizada por el Fideicomiso en el proyecto ferroviario mencionado. En consecuencia, esa Inversión en Deuda es el principal bien fideicomitado.

El proyecto ferroviario Ferrocarril Central consiste en la construcción del tramo ferroviario que une el Puerto de Montevideo con la ciudad de Paso de los Toros. Esta infraestructura permitirá transportar 4,5 millones de toneladas al año en el corredor central del país, siendo las posibles cargas celulosa, madera, granos, contenedores, combustible, productos químicos, además de carga general.

El adjudicatario del contrato PPP es el consorcio Grupo Vía Central, integrado por las empresas NGE Concessions (empresa francesa especializada en obras públicas), Sacyr Concessions (empresa española, también dedicada a la infraestructura), Saceem (empresa constructora uruguaya) y Berkes (empresa uruguaya de ingeniería y construcción).

La remuneración del adjudicatario está basada, como en otros contratos PPP, por los llamados “Pagos por Disponibilidad”, que en este caso ascienden a un máximo de USD 406 mil diarios, aproximadamente. Para poder recibir dicha suma de manera íntegra, la infraestructura no debe estar cerrada o bloqueada de manera que se impida la circulación en alguna parte de la longitud prevista en el contrato, salvo por eventos considerados como excepcionales. Tampoco debe producirse en tramo o zona alguna una falta o evento de no disponibilidad que no sea remediado o rectificado por el Contratista, ya sea que tenga o no un plazo comprometido de respuesta.

A febrero de 2020 el grado de avance de las obras era del 11%. La situación del COVID 19 frenó el avance durante el mes de marzo, en la medida que se produjo una licencia en la construcción. Además, la adquisición de insumos, como la compra de durmientes, también se vio afectada por la pandemia (la fábrica proveedora es italiana). Sin perjuicio de que la oferta de los proveedores parece normalizarse, la empresa ha evaluado fuentes de abastecimiento alternativas.

Proyecciones financieras

El 21 de octubre de 2019 el FF CAF III acordó un financiamiento máximo en calidad de deuda senior de UI 2.700 millones. La tasa de interés es del 6,10% en unidades indexadas. El plazo del financiamiento es de 17 años, con unos tres años y medio de gracia en el pago del capital. Nuestra primera estimación de la rentabilidad para los inversores en los certificados de participación es del 5,8%.

El proyecto es financiado conjuntamente por el Fideicomiso FF CAF III, la propia Corporación Andina de Fomento y por BID Invest. Este último tiene un acuerdo de participación con SMBC y con Intesa Sanpaolo. El propio

BID Invest también interviene con un crédito mezzanine coparticipado con EIG. La multiplicidad de acreedores senior implica una adecuada regulación de los derechos de cada uno, la que se realiza mediante un intercreditor agreement. Los lineamientos analizados por CARE prevén la aplicación de mayorías especiales para la aceleración del capital adeudado en caso de incumplimientos.

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 mínima a través de diversas cuentas, establecidas en el contrato de Préstamo o en Contrato PPP⁹. A esto se suman los colaterales y medidas preventivas propias de los contratos PPP, como ser la posibilidad de cesión en garantía de Grupo Vía Central a FF CAF III de los derechos y obligaciones emergentes del Contrato PPP, a efectos de que el acreedor pueda a su vez cederlos a un tercero (Cláusula 11.1 del Contrato PPP). También está previsto hacer uso del mecanismo de Prenda Especial de PPP (Cláusula 11.2 del Contrato PPP), según el cual el acreedor tiene derecho a solicitar que se subaste públicamente el Contrato de PPP en caso de rescisión anticipada de éste o cuando simplemente hubiese obligaciones pendientes de pago por parte del Contratista. Asimismo, en caso de que no hubiese interesados y el Contratante (en este caso, el MTOP) decidiera continuar por sí mismo con la operación, la prenda da derecho al acreedor a resarcirse mediante el pago por inversiones realizadas que el MTOP debe hacer a Rutas del Litoral, sin perjuicio de las facultades que el acreedor tiene para reclamar al deudor por la vía jurisdiccional.

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. Este dictaminará respecto del avance de la obra y su correspondencia tanto en objeto como en cualidades técnicas con el compromiso asumido por Grupo Vía Central en el Contrato PPP. El Ingeniero Independiente que la complejidad de las obras es de término medio, con una razonable posibilidad de ejecución por parte de las empresas seleccionadas.

Por otra parte, los análisis de sensibilidad de los flujos de fondos proyectados muestran que el proyecto genera fondos suficientes para afrontar los compromisos de la deuda senior hasta que los menoscabos en los pagos por disponibilidad llegan al 12,5%. Si bien el Ingeniero Independiente considera poco probables esos niveles de incumplimiento, debe tenerse presente que la extinción del contrato opera a partir de una reducción del 15% en los pagos por disponibilidad previstos. Como factor mitigante adicional, por lo tanto, se cuenta con garantías suficientes por parte de las empresas encargadas de la construcción y mantenimiento¹⁰.

⁸. Ratios de apalancamiento y de Cobertura de Servicio de la Deuda. La relación de apalancamiento se establece entre la deuda senior y los fondos totales (máximo de 80%), por lo que la deuda mezzanine se computa como capital a estos efectos. La ratio de Cobertura de Servicio de Deuda debe ser de al menos 1,20 para liberar el pago de dividendos y deuda subordinada.

⁹. Cuentas de Reserva de Mantenimiento Mayor, de Reserva del Servicio de la Deuda y la de Reserva de Intereses subordinados, más otras cuentas de reservas a ser determinadas por los acreedores tras debida diligencia.

¹⁰. El contratista de Ingeniería y Construcción (EPC) y el de Mantenimiento son sociedades integradas por las mismas empresas (o subsidiarias de éstas) que integran Grupo Vía Central.

1. Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos, que supone la no existencia de proyectos a financiar y la volatilidad en los ingresos, especialmente por fallas en la construcción y mantenimiento de la obra pública. En el caso de este fideicomiso, que se constituye con un objetivo específico de financiamiento que ya se ha concretado, la principal fuente de incertidumbre está en la evolución sin contratiempos de la obra. La empresa de las empresas participantes y el seguimiento del ingeniero independiente hacen que consideremos que el riesgo de este componente *es medio-medio bajo*.

Riesgo de descalce de moneda; los CPs van a estar denominados en UI y, presumiblemente, la inversión en deuda se efectuará en la misma unidad de cuenta. Sin embargo, los ingresos del adjudicatario tendrán componentes en UI y dólares. Vista en su conjunto, la estructura de financiamiento parece ofrecer una razonable cobertura, por lo que se considera que este *riesgo es 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 tenía que ver con la capacidad del Fideicomiso Financiero de cumplir con su objetivo, es decir, materializar la operación de financiamiento al proyecto ferroviario Ferrocarril Central. Eso ya se ha concretado.

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 la totalidad de los proyectos PPP que están siendo considerados, los flujos de fondos a recibir por los adjudicatarios provienen del Estado, sobre la base de un criterio de "Pago por Disponibilidad". 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 la operación de préstamo al adjudicatario del proyecto PPP Ferrocarril Central. Pero a medida que los recursos de los distintos Fideicomisos comienzan 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 tradicional voluntad de pago del Estado uruguayo, en general.

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 uruguaya 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 uruguaya 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. Considerando el reciente cierre de las negociaciones entre funcionarios del gobierno y representantes de la empresa, este riesgo es *casi nulo*.

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, el activo subyacente y su 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)¹¹ 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

¹¹. **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