CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2026

Juncal 1437 of 106 / Tel (598) 2914 8866
Montevideo / Uruguay
www.care.com.uy / care@care.com.uy

4		RESUMEN GENERAL
6	I	INTRODUCCIÓN Y ANTECEDENTES
10	II	EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III	LA ADMINISTRACION
16	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
20	V	EL ENTORNO
22	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de Riesgo de la Emisión de CPs del FF del Fondo de Deuda para la Inversión en Infraestructura en Uruguay – CAF I
26 - noviembre - 2026

Fecha de suscripción:	25 de octubre de 2016
Plazo:	30 años
Fiduciario:	República Administradora de Fondos de Inversión (RAFISA)
Monto:	2.520.000.000 de UI (equivalente)
Activos del Fideicomiso:	Son el conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso.
Asesor Legal:	Ferrere Abogados
Fideicomitentes y Beneficiarios:	Suscriptores iniciales de los CPs
Gestor:	CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay, S.A. (CAFAMU)
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	RAFISA
Administración y pago:	República AFISA
Calificadora de Riesgo:	CARE
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2027.
Comité de Calificación:	Ec. Julio de Brun, Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán
Calificación de riesgo:	AA+ (uy)
Manual:	"Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros"[1]

[1] . Disponible en www.care.com.uy

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 – mejorando la categoría crediticia a AA + (uy) de grado inversor.

Este ligero aumento en la nota se explica por el hecho que ya se han desembolsado todos los créditos comprometidos, ya han comenzado las amortizaciones y que los proyectos financiados están en fase de operación y mantenimiento, desarrollándose tal cual lo previsto. Ello permite proyectar flujos con mejor información, los que arrojan una rentabilidad adecuada para este tipo de operaciones. La estructura jurídica y administrativa del Fideicomiso, por su parte, ha mostrado una excelente capacidad para el cumplimiento de sus objetivos.

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos para la realización de inversiones en un portafolio de Deuda Senior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay por un monto de hasta UI 2.800 millones.
Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- El análisis jurídico efectuado en ocasión de la calificación original descarta eventualidades de conflictos derivados, por ejemplo, de la construcción jurídica, los contratos respectivos y el cumplimiento con normas vigentes, entre otros.

- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

Respecto de la Administración:

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.

- El Gestor ha ido acumulando experiencia en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay y de hacer el correspondiente seguimiento, beneficiándose de los antecedentes profesionales de los integrantes de su staff y la vinculación que tiene con la CAF, tanto organizacional como con el compromiso de ésta de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero.

- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos. Se destaca la creación de un Comité de Crédito y de una Comisión de Calificación de Cartera cuyos roles están claramente descriptos. Junto al Comité de Vigilancia dan razonable seguridad en el cumplimiento de los objetivos y procedimientos planteados, lo que pudo comprobarse en las inversiones concretadas.

Respecto de los flujos proyectados:

- Habiéndose cerrado el período de inversión en octubre de 2021, el Fondo cuenta con cuatro inversiones en deuda con contrato de préstamo firmado[2] Por otro lado, ha comenzado a recibir pagos por concepto de amortización de préstamos, además de intereses, con lo que el total de préstamos a cobrar (al 30 de setiembre de 2026) asciende a 2,02 mil millones de unidades indexadas[3] . Nuestra estimación del flujo de fondos proyectado del Fideicomiso arroja una rentabilidad esperada para los inversores del orden del 4,71% real anual. Las obras han alcanzado un 100% de ejecución en todos los proyectos. Las mediciones de cumplimiento no ameritan deducciones de relevancia en los pagos por disponibilidad (PPD).

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Más allá de variantes contractuales, el involucramiento del sector privado en obras de infraestructura en Uruguay tiene una larga tradición. En ese sentido, no hay riesgo político asociado a estas iniciativas. La Ley de Presupuesto prevé recursos suficientes para los compromisos asumidos por el Estado con respecto a los contratos de Participación Pública-Privada (PPP)

[2] . Son las que financian los contratos PPP realización de obras y mantenimiento en las Rutas 21 y 24, en las Rutas 14 y 3, en las Rutas 12, 54,55 y 57 y un proyecto de infraestructura educativa.

[3]. Al 31 de diciembre de 2025 dicho monto se aproximaba a 2,07 mil millones de unidades indexadas.

I. INTRODUCCIÓN, ANTECEDENTES

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

En este caso, en tanto el fideicomiso invierte en deuda de determinadas características que sólo financian proyectos de infraestructura, se previó la intervención de CARE en ocasión de cada negocio de financiamiento, de tal forma de verificar que la calificación del fideicomiso no cayera debajo del grado inversor a medida que se concretaba la participación en nuevos financiamientos[4]. Habiéndose concretado inversiones en deuda por la casi totalidad del capital suscrito en el Fondo, dicho seguimiento permitió asegurar el cumplimiento del objetivo y el alcance de una rentabilidad mínima juzgada aceptable en ocasión de cada recalificación.

El período de inversión del Fideicomiso cerró en el cuarto trimestre de 2021 con cuatro proyectos. El portafolio de operaciones alcanzó un capital prestado de 2,5 mil millones de unidades indexadas. En el transcurso de 2022 a 2026, como consecuencia de que las operaciones entraron en etapa de amortización, el saldo de préstamos a cobrar se redujo a aproximadamente 2,02 mil millones de unidades indexadas.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales[5] . Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Julio Preve y el Ec. Julio de Brun.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de abril de 2027.

[4] . Esto, sin perjuicio de las actualizaciones regulares exigidas por la normativa.

[5]. Las cotizaciones de la unidad indexada y del dólar interbancario al 31 de diciembre de 2021 eran de $ 5,1608 y $ 44,695, respectivamente.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

Por Decreto 162/2015 del 9 de junio de 2015 el Poder Ejecutivo declaró promovida la actividad a ser desarrollada por el "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I", al amparo del artículo 11 de la Ley Nº 16.906 de 7 de enero de 1998, disponiendo las consiguientes exoneraciones fiscales.

La operación es gestionada por CAF-AM Administradora de Activos – Uruguay S.A. - el "Gestor", o CAFAMU - una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay, íntegramente de propiedad y subsidiaria de CAF ASSET MANAGEMENT CORP. ("CAF-AM"). Por su parte, CAF-AM es sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de Panamá, y es una subsidiaria íntegramente de propiedad de CAF Banco de Desarrollo de América Latina, institución financiera multilateral de derecho internacional público, creada por Convenio Constitutivo suscrito en Santa Fe de Bogotá, Colombia, el 7 de febrero de 1968, y reconocida por la República Oriental del Uruguay mediante Acuerdo aprobado por la Ley Nº 17.529 de 9 de agosto de 2002.

A partir de octubre de 2025, asumió Laura Berkman como administrador clave en CAF-AM en sustitución de Javier Liberman.

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

El Fideicomiso tiene por objetivo invertir en un portafolio de Deuda Senior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay. Las Inversiones en deuda son efectuadas por el Fiduciario, que cuenta 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 Fideicomiso, que por contrato contaba con un plazo de hasta cinco años para invertir los fondos en los proyectos, recibió la suscripción de capital en diciembre del año 2016. El primer contrato de Deuda fue firmado el 7 de agosto de 2017, mientras que el último de los cuatro que integran el portafolio de inversiones fue firmado el 29 de noviembre de 2019[6].

En abril de 2022, CARE revisó la calificación de este instrumento al alza, situándola en AA - (uy). En noviembre de 2024 la calificación volvió a mejorarse la calificación, ubicándola en AA (uy). En esta oportunidad se vuelve a revisar al alza, ubicándola en AA +(uy)

3. Las principales características de esta operación

- El Fideicomiso invierte en un portafolio de Inversiones en Deuda de Proyectos de Infraestructura en Uruguay.

[6]. En todos estos casos, CARE emitió una "no objeción" a la inversión en deuda, concluyendo que estas operaciones no degradaban la calificación crediticia otorgada originalmente al Fideicomiso.

- Las Inversiones en Deuda fueron originadas y analizadas por el Gestor, de acuerdo con lo establecido en el Contrato de Gestión, poniéndolas a disposición de la CAF para que ésta evaluara su participación en el riesgo del Proyecto de Infraestructura mediante un instrumento de deuda. Las propuestas consideradas aceptables por el Gestor y que cuentan con la participación de la CAF eran elevadas al Comité de Crédito del Gestor, que recomendaba en forma independiente la decisión de inversión por parte del Fiduciario. El Comité de Crédito del Fideicomiso analizaba las Inversiones en Deuda y sus emisores y definía los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de estas inversiones.

- El Fideicomiso cuenta con un Comité de Calificación de Cartera encargado de realizar la evaluación interna de las Inversiones de Deuda conforme se establece en el Contrato de Fideicomiso.

- El Fideicomiso cuenta con un Comité de Vigilancia encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones a cargo del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés.

- El Fiduciario mantiene la responsabilidad por la administración del Fideicomiso respecto a la administración de las cuentas, emisión de los Valores, contabilidad, rendición de cuentas, así como de toda obligación puesta a su cargo por la Ley, el Decreto Reglamentario o por el Contrato de Fideicomiso, no pudiendo delegar total o parcialmente en terceros las obligaciones que se ponen a su cargo.

- Con los Activos del Fideicomiso o los Fondos Líquidos el Fiduciario no puede contraer ningún tipo de deuda o endeudarse cualquiera sea la forma con el patrimonio fiduciario. No obstante, el Fideicomiso puede endeudarse para cubrir necesidades temporales de tesorería, causadas únicamente por **(i)** demoras en el cumplimiento de las integraciones de los Valores, o **(ii)** Gastos del Fideicomiso que se deberán cubrir con futuras integraciones de Valores. Los montos y plazos de estos endeudamientos se adecuarán a las necesidades temporales de tesorerías causadas por los eventos indicados en los numerales **(i)** y **(ii)** anteriores. El Gestor buscará las mejores condiciones que otorgue el mercado para tomar los mencionados endeudamientos por parte del Fiduciario.

- De acuerdo con los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitió Valores de acuerdo con los términos y condiciones que se indican en el Prospecto correspondiente.

- El 25 de octubre de 2016 se realizó la suscripción por el total de la emisión de UI 2.800.000.000 (Unidades Indexadas dos mil ochocientos millones). El 7 de diciembre de 2016 se llevó a cabo la primera integración de capital. Tras el cierre del período de inversión en octubre de 2021, se alcanzó un capital integrado de 2,5 mil millones de unidades indexadas.

- El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 30 años a contar desde la suscripción de los Valores, el cual podrá ser prorrogado por decisión de la Mayoría Especial de Titulares. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá extinguirse en forma previa, por la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido.

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

4. La información analizada

La información analizada para esta actualización fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios de RAFISA al 30 de junio de 2026.
- Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30/6/26
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de setiembre de 2026 con informe de compilación.
- Información referida al Gestor
- Información de avance de obra y de cumplimiento de niveles de servicio en los distintos proyectos PPP.
- Constancias de informes regulares de los distintos órganos de gobernanza del fideicomiso, entre ellos los informes de crédito de CAFAMU y los informes trimestrales de avance del Fideicomiso de CAFAMU al Fiduciario.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

1. Descripción general

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

Denominación	Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I
Fiduciario	República Administradora de Fondos de Inversión (RAFISA)
Gestor	CAFAMU
Entidad representante	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
Títulos a emitirse	Certificados de Participación
Activos del fideicomiso	Son el conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso
Moneda	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas (UI)
Importe de la emisión	UI 2.520.020.860 integrados
Distribuciones	Trimestrales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
Calificadora de Riesgo	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo	AA+ (uy)

2. El análisis jurídico

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

a. La estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad de crédito que el Fideicomiso Financiero se propone realizar.
b. La ausencia de historia del Gestor en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay se suplía con los antecedentes profesionales de los integrantes de su staff, a lo que se sumaba la vinculación que tiene con la CAF y el compromiso de ésta última de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero. Tras el historial adquirido con las operaciones incorporadas en este Fideicomiso y otros similares, esas expectativas se vieron ratificadas.
c. La política de identificación de oportunidades de negocio para el Fideicomiso Financiero, así como la forma en que se preveía que debían celebrarse tales operaciones contenía procesos y etapas razonables y acordes al objetivo perseguido por el Fideicomiso.

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

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. En función del análisis efectuado en oportunidad de las calificaciones anteriores, no habiéndose producido cambios, *se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

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

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

Según EE.CC al cierre intermedio del primer semestre de 2026, la firma alcanza un patrimonio contable de $ 1.064 millones. Esto supone un ligero incremento respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial a la fecha indicada y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de $)

Concepto	30-Jun-26	31-Dec-25	31-Dec-24
Activo	**1.186.247**	**1.140.156**	**1.184.971**
Activo Corriente	205.801	199.988	185.025
Activo no Corriente	980.446	940.168	999.946
Pasivo	**121.649**	**121.988**	**131.997**
Pasivo Corriente	78.637	83.388	100.178
Pasivo no Corriente	43.012	38.600	31.818
Patrimonio	**1.064.598**	**1.018.168**	**1.052.974**
Pasivo y Patrimonio	**1.186.247**	**1.140.156**	**1.184.971**
Razón Corriente	**2,62**	**2,40**	**1,85**

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del año semestre indicado la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente, aunque algo menores respecto al primer semestre del año anterior.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de $)

Concepto	30-Jun-26	30-Jun-25	31-Dec-25
Ingresos Operativos	266.526	281.773	498.965
Costo de los servicios	(116.135)	(106.095)	(230.777)
Resultado Bruto	**150.391**	**175.677**	**268.188**
Gastos administrativos	(66.312)	(63.980)	(125.413)
Resultado Operativo	**84.078**	**111.698**	**142.776**
Resultados financieros	2.779	(13.368)	(10.686)
Resultados antes de IRAE	**86.857**	**98.329**	**132.089**
IRAE	(15.488)	(16.186)	(23.017)
Resultado del Ejercicio	**71.369**	**82.143**	**109.072**
Ajustes integrales	61	61	(364)
Resultado integral del periodo	**71.430**	**82.204**	**108.708**

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva, RAFISA continúa teniendo niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2026, la firma sigue manteniendo 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

CAF-AM Uruguay (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 Nº 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 gestora de fondos de terceros en el contexto de sus obligaciones fiduciarias. Cabe subrayar que aun así CAF no está obligada a desarrollar, ni es por tanto responsable, acerca de los servicios que presta CAF-AM.

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

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

La estructura de administración se mantiene en lo esencial luego que en octubre 2025 fuera designada la **Dra. Laura Berkman** Administrador Clave en sustitución del Ec. Javier Liberman. Sigue siendo Gerente General el **Ec. Fabián Ibarburu.**

El directorio de la Sociedad, según consta en acta de fecha de 11 de octubre de 2016, resolvió modificar la fecha de cierre de ejercicio económico del 31 de diciembre al 30 de setiembre de cada año. CARE tuvo a la vista los estados contables de la firma al 30/9/2025, último cerrado y auditado, del mismo no surge nada que permita suponer algún riesgo en su funcionamiento.

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

El Fideicomiso

El Fideicomiso se creó mediante contrato celebrado el 29/02/2016 entre RAFISA y CAFAMU (con posterioridad las partes acordaron modificar ciertos términos y condiciones). El mismo se encuentra amparado bajo las disposiciones de la Ley 17.703 del 27 de octubre de 2003. Su inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 28/09/2016. Posteriormente, en octubre del mismo año, se realizó la suscripción de CP´s por un valor de UI 2.800 millones.

El Fideicomiso mantiene las mismas 4 operaciones ampliamente descriptas en otra sección de este informe y anteriores.

Del total suscripto de UI 2.800 millones, a octubre de 2021 (fecha en que finalizó el periodo de integración) se solicitaron y recibieron fondos por algo más de UI 2.520 millones (equivalente a $ 11.537 millones), en consecuencia quedó un saldo sin utilizar de casi UI 280 millones. Esto se mantiene incambiado y ya no se requerirán más fondos por lo que desde entonces no quedan fondos suscriptos pendientes de integración.

Como se ha informado, ya se completó el desembolso de los préstamos concedidos. En el primer semestre de 2026 se cobraron UI 96.2 millones de los

cuales UI 30.3 millones corresponden a capital y UI 65.9 millones a intereses. De esta forma, el saldo contable de créditos a cobrar a partir del 30/06/2026 y hasta el año 2040, era de UI 2.004 millones (incluyendo intereses y resultados financieros a devengar).

Un resumen de los EE.CC intermedios al 30/06/2026 y su comparativo con periodos anteriores se expone a continuación.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (millones $)

Concepto	30-Jun-26	31-Dec-25	31-Dec-24
Activo	**13.725**	**13.656**	**13.646**
Activo Corriente	1.323	1.250	1.214
Activo no Corriente	12.402	12.406	12.431
Pasivo	**486**	**596**	**589**
Pasivo Corriente	486	596	589
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	**13.239**	**13.060**	**13.057**
Pasivo y Patrimonio	**13.725**	**13.656**	**13.646**
Razón Corriente	**2,72**	**2,10**	**2,06**

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

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

Concepto	30-Jun-26	30-Jun-25	31-Dec-25
Margen financiero bruto	811.512	874.456	1.448.335
Previsión incobrables	420	203	649
Margen financiero neto	**811.933**	**874.660**	**1.448.984**
Gastos de administración	(40.351)	(41.943)	(85.395)
Resultados diversos	-	-	-
Resultados financieros	1.190	2.817	3.659
Resultados del periodo	**772.771**	**835.534**	**1.367.247**
Resultado por CP	**0,374**	**0,388**	**0,640**

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Durante el semestre los pagos por participación aprobados y abonados, según Fondos Netos Distribuibles oportunamente informados, fueron de $ 594 millones de los cuales $ 200 millones correspondieron a rescate de CP´s y $ 393.7 millones a resultados.

En consecuencia, del total emitido de UI 2.520 millones se han rescatado a la fecha UI 457 millones (18 %) restando un saldo de UI 2063 millones.

Riesgos considerados

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos

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

Al 30 de setiembre de 2026, el estado del portafolio de inversiones en deuda de este Fideicomiso Financiero era el siguiente

Cuadro Nº 5
FF CAF I – Portafolio de inversiones en deuda al 30/09/2026
(cifras en millones de unidades indexadas)

Proyecto	Inversión prevista (Obra)	Desembolsos de CAF I	Saldo de la deuda a 30/09/2026
Rutas 21 y 24	631	618	503
Circuito 3	1.370	761	625
Infraestructura Educativa	557	449	340
Circuito 1	862	677	553
Total	***3.420***	***2.505***	***2.021***

Proyecto PPP Rutas 21 y 24

El primer contrato de Deuda fue firmado el 7 de agosto de 2017, con quien fuese adjudicatario del Contrato de Participación Público Privada (PPP) para el diseño, construcción, operación y financiamiento de la infraestructura vial en determinados tramos de las Rutas 21 y 24: Consorcio PPP Rutas del Litoral S.A. El proyecto cuenta con un crédito del FF CAF I por hasta UI 623 millones, pero el desembolso efectuado en setiembre de 2021, que llevó el acumulado a UI 618 millones, fue el último. El préstamo ya está en etapa de amortización. Este Contrato PPP había sido firmado el 24 de julio de 2017 entre el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOP) y el Consorcio PPP Rutas del Litoral S.A. El 27 de febrero de 2020 se firmó una addenda por obras adicionales, por las que se otorgó una extensión al plazo de finalización de obras hasta el 30 de noviembre de 2020. El plazo de ejecución fue cumplido, todos los tramos de la obra están en etapa de Operación y Mantenimiento y las evaluaciones trimestrales muestran un nivel de servicio del 100%.

El plazo del contrato es de 24 años, contados desde la fecha de toma de posesión de la infraestructura vial, acto ocurrido el 31 de julio de 2017.

Proyecto PPP Circuito 3

El segundo contrato de deuda se firmó el 14 de junio de 2019. La empresa adjudicataria fue Circuito Vial 3 S.A., según Resolución del Poder Ejecutivo de 4 de setiembre de 2017.

Este Contrato PPP tiene como objeto el diseño, construcción, operación y financiamiento de la infraestructura vial en Ruta Nº 14 Centro-Oeste, Bypass Sarandí del Yí y conexión Rutas 14 y 3. La "operación" comprende la explotación y el mantenimiento de las rutas. El plazo del contrato es de 20

años, contados desde la fecha de toma de posesión de la infraestructura vial, lo cual ocurrió el 31 de mayo de 2019.

El financiamiento disponible del FF CAF I ascendía hasta un máximo de UI 840 millones. Coparticipan, además de la CAF, otras entidades financieras por un total adicional de UI 329 millones. Todas estas operaciones constituyen deuda senior y la relación entre los acreedores estará regulada por un Contrato entre Acreedores.

Las obras ya están culminadas. En la evaluación efectuada en mayo de 2026 se detectaron niveles de cumplimiento ligeramente menores al 95% en dos tramos de las rutas. En los restantes tramos los niveles de cumplimiento han sido superiores al 95%, no dando lugar a deducciones.

Los desembolsos con cargo al Fideicomiso Financiero ya fueron completados en 2021, ascendiendo a UI 761 millones, También se han completado los desembolsos de los cofinancistas senior. Ya comenzaron a recibirse cuotas de amortización del préstamo, en línea con lo previsto.

Proyecto Infraestructura Educativa I

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

El Proyecto dispone de financiamiento por parte de FF CAF I por hasta UI 449 millones, a los que se suman UI 45 millones de un préstamo de características contractuales idénticas por parte de CAF.

Es una operación a 20 años de plazo. Se amortiza en 36 cuotas semestrales, correspondiendo la primera al mes 32 desde la firma del contrato.

A setiembre de 2021 la obra ya estaba terminada, con la entrega de los 59 centros educativos a las autoridades correspondientes (ANEP e INAU). Las deducciones a los pagos por disponibilidad por penalización en los niveles de servicios han sido relativamente menores, acumulando 0,13% del pago por disponibilidad máximo desde el inicio de las operaciones.

Proyecto PPP Circuito 1

El cuarto y último contrato de inversión se firmó el 29 de noviembre de 2019 entre FF CAF I y Grupo Vial Oriental 1 S.A., adjudicataria de la licitación del Proyecto "Rehabilitación de las Rutas 12, 54, 55, 57 y la construcción del bypass de Carmelo, en el sureste de Uruguay, bajo un esquema de diseño, construcción, financiación y mantenimiento", según Resolución del Poder Ejecutivo de 19 de diciembre de 2016. El plazo del contrato es de 20 años.

Se cuenta con financiamiento del FF CAF I por hasta UI 716 millones, a los que se suman UI 72 millones de un préstamo de características contractuales idénticas por parte de CAF. El préstamo tiene un plazo de 18 años, amortizable en 30 cuotas semestrales luego de finalizado el período de obras.

En agosto de 2021 las obras ya estaban terminadas, con sus doce tramos en explotación. La evaluación anual sigue registrando niveles de servicio entre 95% y 100%, no dando lugar a deducciones por disponibilidad. También han comenzado las amortizaciones del préstamo.

En junio de 2024, como consecuencia de una negociación entre el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOP) y el Grupo Vial Oriental 1, se acordó una ampliación del contrato PPP con el objetivo de elevar la calidad del pavimento y banquinas en rutas 54 y 57 y bypass Carmelo. Para la realización de dichas obras se concretó en julio de 2024 un financiamiento adicional de hasta 50 millones de unidades indexadas a ser aportados por CAF y el Fideicomiso Financiero CAF V[7] .

Las obras relacionadas con la ampliación se terminaron en junio de 2025. En setiembre de 2025 se culminaron los desembolsos de CAF V por 45,4 millones de unidades indexadas y de CAF por un monto de 4,5 millones de UI.

Garantías

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

Proyecciones financieras

Los cuatro proyectos PPP en los que ha invertido el fideicomiso cierran el portafolio de este fondo. Por lo tanto, se invirtieron UI 2.500 millones en el lapso que corre hasta el año 2021, cumpliendo con los cinco años de período de inversión previsto en el contrato de Fideicomiso.

A partir de los estados financieros proyectados se estimó que, recuperando la totalidad de los créditos en el año 2040, los CPs arrojarían una rentabilidad para el inversor del 4,71% real anual. Este rendimiento se puede considerar apropiado al compararlo con el rendimiento soberano en UI, que para una duración comparable se sitúa en torno al 2,95% anual.

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 riesgo es muy bajo.*

Riesgo de generación de flujos; dada la concreción de proyectos de inversión en deuda con cargo a los recursos disponibles y las políticas crediticias y de constitución de garantías adoptadas, el principal factor de riesgo aparece en la etapa de operación y mantenimiento de los diversos proyectos. En función de los elementos de mitigación adoptados, y el buen desempeño de los operadores privados hasta el momento, *se infiere que el riesgo que las inversiones no generen los flujos necesarios para remunerar los CP´s con un rendimiento razonable es muy bajo.*

V. EL ENTORNO

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

En lo que tiene que ver con el instrumento financiero analizado en esta oportunidad, habiéndose aplicado en forma significativa los recursos del Fideicomiso a inversiones en deuda, el análisis de entorno se focaliza en la capacidad del Estado, como contratista, de hacer frente a las obligaciones financieras que emergen de los contratos PPP.

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 estos contratos 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. Por ello, el análisis de riesgo de CARE ha incorporado la disponibilidad de recursos presupuestales para atender las obligaciones financieras del Estado en las PPP, en particular, y en la evolución de las finanzas públicas y la calidad crediticia del Estado uruguayo, en general.

En el Proyecto de Ley de Presupuesto aprobado en 2025 se presentaron las proyecciones de pagos por concepto de proyectos de Participación Pública-Privada. En cumplimiento de lo previsto por la Ley de PPP, los pagos por estos conceptos se mantienen, en el horizonte de proyección, por debajo del 0,7% del PBI. Asimismo, el Proyecto de Ley incorpora otro tope del 0,7% del PBI a los compromisos del Estado en materia de infraestructura asumidos a través de organismos que hasta el momento no se incluían en la definición aplicable para la deuda pública. Esta medida es bienvenida, en la medida que es un paso hacia una definición más comprehensiva del alcance de la deuda pública uruguaya y de la limitación de los compromisos a futuro.

Sin perjuicio de lo anterior, el Presupuesto aprobado y la gestión fiscal desde entonces han producido un aumento en el nivel de deuda pública que podría seguir creciendo en los próximos años, cuya evolución seguiremos evaluando con atención, ya que en última instancia la evaluación del riesgo crediticio del Estado es, indirectamente, imprescindible para una adecuada evaluación de los riesgos de las inversiones en deuda de este Fideicomiso.

Más allá de los vaivenes de la coyuntura económica uruguaya, el perfil de la deuda pública soberana y la facilidad de acceso a los mercados de capitales, así como la disponibilidad de recursos extraordinarios de los organismos multilaterales de crédito, sumados a la tradicional voluntad de pago del Estado uruguayo, conforman un panorama de resistencia para los flujos de este Fideicomiso, permitiendo que nuestro análisis se concentre en sus aspectos idiosincráticos.

Riesgos considerados

Riesgo político; refiere a que la Administración genere un cambio en las reglas de juego que afecte al flujo esperado de recursos del fideicomiso. Se considera que *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. Por el momento, 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-muy bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo con el manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores y éstos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE con la información públicamente disponible, el Comité de Calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación AA + (uy)[8] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de Grado Inversor - Grado de inversión óptima con observaciones.

Comité de Calificación







[8] ***. AA+.uy.).*** Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados, aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que, de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. ***El signo (+) indica que el puntaje de la evaluación está en la parte superior del rango correspondiente a la categoría. Grado de inversión óptima con observaciones.***