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 II – CAF-AM

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
17	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
21	V	EL ENTORNO
23	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO CPs. FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE DEUDA PARA INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY II CAF-AM-
26 - noviembre - 2026

Plazo:	30 años
Fiduciario:	Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN AFISA)
Monto:	equivalente en pesos uruguayos de hasta 1,5 mil millones de UI
Activos del Fideicomiso:	Son el conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso.
Asesor Legal:	Guyer & Regules
Asesor Fiscal:	CPA Ferrere
Fideicomitentes y Beneficiarios:	Suscriptores iniciales de los CP´s
Gestor:	"CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A."
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	BVM
Administración y pago:	CONAFIN AFISA
Calificadora de Riesgo:	CARE
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2027.
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán y Ec. Julio de Brun
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 II CAF-AM", mejorando la categoría crediticia a AA (uy) de grado inversor.

Este 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, al menos en sus fases iniciales.
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 consiste en la generación de recursos para la realización de inversiones en un portafolio de Deuda Senior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay por un monto de hasta UI 1,5 mil millones[2] .

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

Respecto de los instrumentos financieros utilizados:

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

- Respecto de la liquidez, ésta es la que se puede esperar tomando en cuenta las características del mercado uruguayo

Respecto de la Administración:

- La administración fiduciaria está a cargo de Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN) una firma con antecedentes en la administración de fideicomisos, incluyendo entre ellos algunos relacionados con infraestructura.

- El Gestor ha ido acumulando experiencia en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay y de gestionar las operaciones de crédito concretadas, 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. Estos procedimientos han sido respetados en su aplicación a operaciones concretas.

[2] . El monto suscrito original de 4 mil millones de unidades indexadas se redujo en 2,5 mil millones, según la decisión de Asamblea de Titulares de Certificados de Participación de 19 de setiembre de 2023.

Respecto de los flujos proyectados:

- Habiéndose cerrado el período de inversión en diciembre de 2023, el Fondo cuenta con cuatro inversiones en deuda con contrato de préstamo firmado[3] 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 1,15 mil millones de unidades indexadas[4] . Nuestra estimación del flujo de fondos proyectado del Fideicomiso arroja una rentabilidad esperada para los inversores del orden del 4,70% 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 aprobada en 2025 prevé recursos suficientes para los compromisos asumidos por el Estado con respecto a los contratos de Participación Pública-Privada (PPP).

[3] . Son las que financian los contratos PPP realización de obras y mantenimiento en la Ruta 3 entre Rutas 1 y 11 y bypass a San José, en las Rutas 9 y 15 y dos proyectos de infraestructura educativa.

[4]. Al 31 de diciembre de 2025 dicho monto se aproximaba a 1,2 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 denominado "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM" (en adelante, "FF CAF II" o "CAF II").

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

En este caso, en tanto el fideicomiso invierte en deuda destinada a financiar proyectos de infraestructura, la calificación se revisó con ocasión de cada proyecto de financiamiento, verificando que la misma no afecte la calificación de los certificados del fideicomiso haciéndolos caer por debajo del grado inversor[5] .

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

En definitiva, la nota se basa, entre otros criterios, en el cumplimiento del objetivo y la obtención de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada revisión. Asimismo, como se refirió, se previó la intervención de CARE en ocasión de cada negocio de financiamiento, de tal forma de asegurar que la calificación del fideicomiso no cayera debajo del grado inversor con el o los financiamientos acordados.

Originalmente, este fideicomiso se constituía para estructurar operaciones de financiamiento todavía no concretadas. Esto le confería características particulares, cobrando particular relevancia en el primer informe de calificación el análisis de la política de inversión, la conformación de la estructura de decisiones acerca de ella, las disposiciones de gobierno corporativo en general, las relaciones económicas de la cartera y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave. Habiéndose concretado, a la fecha de esta actualización, cuatro operaciones de crédito por un monto máximo de UI 1,4 mil millones con desembolsos cercanos a esa cifra y con un período de inversión ya cerrado, el eje de la calificación cambia. De aquí en más, determinantes de las proyecciones financieras tales como la capacidad de repago de las deudas y de ejecución de los compromisos de mantenimiento de obras por parte de los promotores, así como la solvencia financiera de la Autoridad Contratante, pasan a ser los elementos dominantes en la calificación crediticia.

[5] . Sin perjuicio de las actualizaciones regulares de norma. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

CARE Calificadora de Riesgo (en adelante, "CARE") es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales[6] Éstos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Julio Preve y el Ec. Julio de Brun.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El 30 de noviembre de 2018 se registró ante el Banco Central del Uruguay el Prospecto Informativo del "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM". 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[7] .

En el FF CAF II se prevé la participación de CAF-AM Uruguay en calidad de Gestor. Dicha empresa es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay, íntegramente de propiedad y subsidiaria de CAF ASSET MANAGEMENT Corp. Ésta, a su vez, es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de Panamá, subsidiaria de la CAF Banco de Desarrollo de América Latina (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 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.

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

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

El Poder Ejecutivo declaró promovida la actividad desarrollada por el CAF II, al amparo del artículo 11 de la Ley Nº 16.906 de 7 de enero de 1998, disponiendo las consiguientes exoneraciones fiscales, mostrando así la continuidad de su compromiso con el proyecto (Decreto de 30 de julio de 2018).

[6]. "Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros"

[7]. Según documento de emisión fechado el 19 de diciembre de 2018.

En diciembre de 2018 los inversores suscribieron certificados de participación por el total de los 4 mil millones de UI emitidos. El 19 de diciembre de ese año se efectuó la primera integración, por un total de 2,47 millones de UI. Habiéndose cerrado el período de inversión en diciembre de 2023, las integraciones acumuladas hasta ese momento acumularon 1.384 millones de UI. El 19 de setiembre de 2023 se había resuelto, en asamblea de titulares de CPs, reducir el capital suscrito a 1,5 mil millones de UI.

Al 30 de setiembre de 2026, el saldo de cuentas a cobrar en el fideicomiso financiero era de 1,15 mil millones de unidades indexadas.

En noviembre de 2018, en base a la documentación presentada en el Banco Central del Uruguay para tramitar el registro de los CP y a la organización y procedimientos establecidos entre el Gestor y el Fiduciario, CARE otorgó a la emisión de los CPs en el FF CAF II la calificación BBB (uy). Esta calificación se revisó al alza en abril de 2023, noviembre de 2024 y noviembre de 2025, ubicándola en A – (uy), A (uy) y A + (uy), respectivamente. 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 Senior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay[8] .

- Las Inversiones en Deuda fueron seleccionadas y analizadas por el Gestor, quien en definitiva hizo las recomendaciones correspondientes. 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.

- El Fideicomiso cuenta con un Comité de Vigilancia, con una integración máxima de cinco miembros designados por la Asamblea de Titulares de CPs, encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés. Interesa señalar, al respecto, que el Comité de Vigilancia deberá aprobar continuar con el análisis y realización de Inversiones en Deuda en Proyectos de Infraestructura en cuyo riesgo CAF no participe.

- El Gestor cuenta con un Comité de Crédito, el cual es el órgano responsable del análisis de las Inversiones en Deuda y de los prestatarios, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de Inversiones en Deuda que el Gestor ponga bajo su estudio. También intervendrá a solicitud del Comité de Vigilancia en los casos que la CAF decida no cofinanciar el Proyecto. Es la recomendación del Comité de Crédito del Gestor la que, en definitiva, se eleva al Fiduciario.

- El Fiduciario es, en última instancia, el responsable de la gestión del Fideicomiso, para lo cual examinará las recomendaciones recibidas del Gestor, realizando su propia evaluación. Para ello, el Fiduciario constituyó un Comité de Evaluación de Inversiones, el cual es su órgano interno encargado de realizar el análisis de las Inversiones en Deuda recomendadas por el Gestor y tomar las decisiones que al respecto han sido asignadas al Fiduciario por el Contrato de Fideicomiso. En caso de discrepancia con la recomendación del Gestor, la cuestión será dirimida en el Comité de Vigilancia.

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

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

- El manejo de los fondos, la emisión de los Valores, la rendición de cuentas hacia los Beneficiarios, así como la contabilidad del Fideicomiso, son responsabilidad propia e indelegable del Fiduciario.

- El Gestor 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 Fiduciario emite Valores de acuerdo con los términos y condiciones que se indican en el Prospecto.

- El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 30 años a contar desde la firma del Contrato de Fideicomiso, el cual podrá ser prorrogado por decisión de una mayoría del 75% de Titulares con derecho a voto.

- 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.

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Financieros intermedios de la Fiduciaria al 30 de junio de 2026.
- Estados Financieros intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2026 con informe de revisión limitada y al 30 de setiembre de 2026, con informe de compilación.
- Información referida al Gestor
- Información de avance de obra en los distintos proyectos PPP y de cumplimiento de niveles de servicio.
- Constancias de informes regulares de los distintos órganos de gobernanza del fideicomiso, entre ellos los informes de crédito de CAFAMU y los informes trimestrales de avance del Fideicomiso de CAFAMU al Fiduciario.
- Documentación respaldatoria de operaciones de inversión en deuda en trámite de negociación (contratos, garantías, modelos financieros), sobre las que CARE emitió un dictamen de no objeción.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

1. Descripción general

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

Denominación	Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II - CAF-AM
Fiduciario	Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN AFISA)
Gestor	CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAF-AM)
Títulos por Emitir	Certificados de Participación (CPs)
Activos del Fideicomiso	Conjunto de Inversiones en Deuda realizadas por el Fideicomiso
Moneda	Pesos Uruguayos, expresados en Unidades Indexadas (UI)
Monto de la Emisión	Hasta UI 1.500.000
Distribuciones	Trimestrales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
Calificadora de Riesgo	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo	AA (uy)

2. El análisis jurídico

Los documentos del Fideicomiso Financiero y sus contratos asociados fueron evaluados en oportunidad de la calificación original (noviembre de 2018), siendo sus principales conclusiones:

a. La estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad de crédito que el Fideicomiso Financiero se propone realizar.

b. El Gestor ha ido recabando experiencia en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay a través de su actuación en el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I (en adelante, "CAF I"), a lo que se suma su vinculación con la CAF y el compromiso de ésta de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero.

c. La política de identificación de oportunidades de negocio para el Fideicomiso Financiero, así como la forma en que se prevé que deberán celebrarse tales operaciones contiene procesos y etapas razonables y acordes al objetivo perseguido por el Fideicomiso. De todas formas, en su ejecución concreta y en cómo la misma se plasme en cada caso particular estará el foco de análisis para los riesgos de los inversores, en la medida que el retorno esperado por la inversión en tales títulos dependerá de la correcta estructuración de las operaciones de otorgamiento de crédito a terceros.

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

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. *Visto el informe antes mencionado se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. Los 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: Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión SA (en adelante La Fiduciaria o ***CONAFIN AFISA***) en su condición de emisora, agente de pago y fiduciaria del Fideicomiso Financiero y CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A, (en adelante ***CAFAMU*** o ***Gestor***) en su calidad de Gestor. También es relevante considerar la presencia de la Corporación Andina de Fomento (CAF), no sólo como propietario final del patrimonio de CAFAMU, sino también por la incorporación de su experiencia en el financiamiento de obras de infraestructura.

La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión SA (***CONAFIN AFISA***)

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

CONAFIN AFISA, es una sociedad anónima uruguaya cerrada, con sede social en Montevideo, cuyo capital accionario está representado por acciones nominativas y corresponden en su totalidad a la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND). La CND es una persona jurídica de derecho público no estatal, creada por Ley Nº 15.785 del 4 de diciembre de 1985. La propiedad de su capital en la actualidad es 100% estatal, pero existe la posibilidad legal de participación accionaria privada hasta en un 40%. En todas sus relaciones con terceros se rige por el Derecho Privado.

La sociedad tiene como actividad principal la administración de fondos de inversión y la actuación como fiduciario en fideicomisos financieros y de otro tipo. A partir del ejercicio 2021, los EE.CC son auditados por Ernst & Young UY SRL.

A continuación se presentan resumidamente los EE CC intermedios al 30/06/2026.

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

Concepto	30-Jun-26	31-Dec-25	31-Dec-24
Activo	**586.048**	**579.854**	**530.170**
Activo Corriente	153.387	88.973	232.314
Activo no Corriente	432.661	490.882	297.855
Pasivo	**23.111**	**53.376**	**39.946**
Pasivo Corriente	23.111	53.376	39.946
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	**562.937**	**526.479**	**490.224**
Pasivo y Patrimonio	**586.048**	**579.854**	**530.170**
Razón Corriente	**6,64**	**1,67**	**5,82**

Fuente: EE.CC CONAFIN AFISA

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

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

Concepto	30-Jun-26	30-Jun-25	31-Dec-25
Ingresos operativos	82.563	89.403	176.595
Costo servicios prestados	(67.667)	(69.305)	(146.970)
Ganancia Bruta	**14.896**	**20.098**	**29.625**
Gastos Admin y ventas	(3.622)	(4.265)	(12.562)
Resultados Operativos	**11.274**	**15.833**	**17.063**
Resultado financiero neto	19.696	8.766	17.256
IRAE	(3.994)	(4.431)	(6.672)
Resultados del periodo	**26.976**	**20.167**	**27.647**
Otros resultados integ.	9.482	480	8.608
Resultado integrdel periodo	**36.459**	**20.648**	**36.255**

Fuente: EE.CC CONAFIN AFISA

Consecuentemente, el estado de resultados parcial sigue siendo positivo.

En definitiva, Conafin Afisa muestra niveles de solvencia y liquidez sólidos. Al 30/06/2026 mantiene una importante cartera de fideicomisos bajo su administración. Estos son de distinta índole y materia, los hay financieros, de garantía y de administración abarcando diferentes temáticas lo que permite afirmar que su idoneidad y capacidad para la función que se le encomienda en el presente fideicomiso no ofrece reparos.

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 varios 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 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 presente fideicomiso se constituyó mediante contrato celebrado entre CONAFIN (Fiduciaria); CAF-AM (Gestor) y BEVSA (Fideicomitente) el 12/11/2018. Días después, el 27/11/2018 las partes acordaron modificar ciertos términos y condiciones del contrato. El 30/11/2018 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

La autorización refiere a la emisión de CP´s por un valor total de hasta UI 4.000 millones los que fueron suscriptos por los inversores en el mes de diciembre de 2018. Por asamblea de titulares de fecha 19/09/2023 se disminuyó el monto autorizado a emitir que pasó a ser de UI 1.500 millones. De estos, el total emitido e integrado a la fecha es UI 1.348.7 millones.

Al momento de redactar este informe se encontraban operativos los mismos cuatro contratos de financiación ya informados en anterior actualización. Por otra parte, el 18/12/2023 finalizó el periodo de inversión por lo que, a la fecha, no hay CP´s suscriptos pendientes de integración. El estado de estas operaciones se analiza al detalle en otra sección.

A título informativo, en los cuadros siguientes se exponen resumidamente los EE CC intermedios del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2026 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso (miles $)			
Concepto	**30-Jun-26**	**31-Dec-25**	**31-Dec-24**
Activo	**8.137.384**	**8.047.183**	**8.113.149**
Activo Corriente	885.126	764.421	601.791
Activo no Corriente	7.252.259	7.282.762	7.511.358
Pasivo	**431.393**	**330.992**	**306.727**
Pasivo Corriente	431.393	330.992	306.727
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	**7.705.991**	**7.716.190**	**7.806.422**
Pasivo y Patrimonio	**8.137.384**	**8.047.183**	**8.113.149**
Razón Corriente	**2,05**	**2,31**	**1,96**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Al cierre del semestre indicado, el saldo contable por cobrar en moneda nacional de los créditos otorgados más sus intereses, neto de provisiones por pérdidas de crédito, era del orden de $ 7.744 millones y se registra en el activo, particularmente no corriente (al 31/12/2025 era $ 7.759 millones).

A la fecha, los montos de los vales emitidos no han cambiado y siguen siendo:

- Proyecto 1, se han emitido vales por UI 357.5 millones;
- Proyecto 2, se emitieron vales por UI 95.8 millones y USD 24.3 millones;
- Proyecto 3, se emitieron vales por UI 571.3 millones;
- Proyecto 4, se han emitido vales por UI 126.9 millones.

Todos ellos tienen distinto grado de avance pero las cuatro han comenzado a amortizarse; al 30/06/2026, los saldos pendientes de cobro para cada proyecto eran de :

- Proyecto 1, UI 292.5 millones (81.8 % del total emitido)
- Proyecto 2, UI 80.2 millones (83.7 % del total emitido) y USD 22 millones (98.6 % del total emitido)
- Proyecto 3, UI 549.9 millones (96.2 % del total emitido)
- Proyecto 4, UI 119.4 millones (94 % del total emitido)

Esto hace un total de UI 1.042 millones y USD 22 millones (a diciembre 2025 los saldos eran de UI 1.075 millones y USD 22.3 millones)

Cuadro 4: Estado de Resultados Fideicomiso (miles $)			
Concepto	**30-Jun-26**	**30-Jun-25**	**31-Dec-25**
Ingreso de actividades ordinarias	465.559	373.771	682.188
Perdidas de crédito esperadas			
Resultado bruto	**465.559**	**373.771**	**682.188**
Gastos de administración	(24.184)	(25.651)	(50.069)
Resultado operativo	**441.375**	**348.120**	**632.118**
Resultados financieros	4.815	1.095	4.263
Resultado del periodo	**446.190**	**349.215**	**636.381**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los pagos por participación se vienen haciendo regularmente según la definición de Fondos Netos Distribuibles, al 30/06/2026 llegaban a $ 1.766.8 millones.

Asimismo, de acuerdo con el criterio definido se rescatan CP´s en la medida que se vayan amortizando los préstamos, en tal sentido, en el periodo informado se han rescatado CP´s por $ 228.3 millones (al cierre del semestre había $ 186 millones pendientes de pago). El acumulado total de CP´s rescatados era de $ 776.7 millones (10.77 % del total de la emisión).

Se recuerda que, siempre que existan fondos y resultados positivos de acuerdo a la definición contractual, estas distribuciones se realizan trimestralmente en los meses de enero, abril, julio y octubre de cada año.

Los resultados al término del semestre arrojaron una ganancia de $ 0,331 por CP emitido (ponderado por el tiempo en circulación durante el periodo).

Riesgos considerados

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II - CAF AM" (en adelante, FF CAF II) es generar rentabilidad para los Titulares a través del conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso. En consecuencia, esas Inversiones en Deuda son los principales bienes fideicomitidos.

Las operaciones concretadas fueron cuatro:

- 29 de enero de 2020: Consorcio Infraestructura Educativa II S.A., adjudicatario de la licitación del Proyecto "Diseño, financiamiento, construcción, operación y mantenimiento de 23 escuelas, 9 polos tecnológicos y 10 polideportivos", según Resolución del Poder Ejecutivo de 16 de mayo de 2018. Esta operación fue por un total equivalente a UI 358 millones. Había recibido un dictamen de no objeción por parte de CARE el 3 de octubre de 2019.

- 9 de marzo de 2021: Consorcio Grupo San José S.A., adjudicatario de la licitación del Proyecto PPP "Corredor Vial Circuito 7", según Resolución del Poder Ejecutivo de 28 de enero de 2019. Esta operación fue por un total equivalente a UI 96 millones y USD 24 millones. Había recibido un dictamen de no objeción por parte de CARE el 11 de junio de 2020.

- 4 de octubre de 2021: Grupo Vial Oriental Dos S.A., adjudicatario de la licitación del Proyecto PPP "Corredor Vial Circuito 2", según Resolución del Poder Ejecutivo de 24 de abril de 2017. Esta operación será financiada por UI 571 millones con cargo al FF CAF II. Había recibido un dictamen de no objeción por parte de CARE el 17 de noviembre de 2020

- 5 de octubre de 2022: Construcciones e Infraestructuras Educativas de Uruguay S.A., adjudicataria de la licitación del Proyecto "Diseño, construcción y mantenimiento de Infraestructura Educativa compuesta por 7 escuelas de 6 aulas, 8 escuelas de 9 aulas y 27 CAIF", según Resoluciones del Directorio del Instituto del Niño y Adolescente del Uruguay (INAU) del 12 de junio de 2019 y del Consejo Directivo Central de la Administración Nacional de Educación Pública (ANEP) de 18 de junio de 2019. Esta operación fue financiada en UI 127 millones con cargo al FF CAF II. Había recibido un dictamen de no objeción por parte de CARE el 15 de diciembre de 2021.

Estos proyectos, por un total equivalente a UI 1,4 mil millones, constituyen la base de las proyecciones financieras efectuadas en este informe.

Cuadro Nº 5
FF CAF II – Portafolio de inversiones en deuda al 30/9/2026(cifras en millones de unidades indexadas)

Proyecto	Inversión prevista	Desembolsos de CAF II	Saldo de la deuda al 30/09/2026
Infraestructura Educativa 2	868	358	292
Circuito 7	843	319[9]	201[10]
Circuito 2	711	571	550
Infraestructura Educativa 3	302	127	116
Total	**2.724**	**1.375**	**1.159**

Proyecto Infraestructura Educativa II

El primer contrato de inversión en deuda de este Fideicomiso se firmó el 29 de enero de 2020 entre FF CAF II y el consorcio Infraestructura Educativa II S.A., adjudicatario de la licitación del Proyecto "Diseño, financiamiento, construcción, operación y mantenimiento de 23 escuelas, 9 polos tecnológicos y 10 polideportivos" según Resolución del Poder Ejecutivo de 16 de mayo de 2018. El plazo del contrato es de 22 años, contados desde la firma del contrato licitado. El monto del préstamo es de UI 358 millones.

Al 31 de diciembre de 2025 se encontraban en servicio (operación y mantenimiento) los 42 centros educativos. La constancia de Culminación Física del Proyecto fue otorgada el 10 de marzo de 2023. Los niveles de servicio en todos los centros educativos han asegurado la percepción del 100% de los pagos por disponibilidad

Este préstamo ha sido completamente desembolsado y ya ha comenzado el período de amortización del préstamo.

Proyecto Circuito 7

Este Proyecto PPP es una iniciativa privada de ampliación a doble vía en Ruta 3 entre Rutas 1 y 11 y bypass a San José. Se trata de una inversión de aproximadamente UI 843 millones (incluidos los costos de operación y mantenimiento durante la vida del proyecto), en la que FF CAF II participa, según el contrato de préstamo firmado el 9 de marzo de 2021, con un financiamiento de hasta un equivalente a UI 323 millones[11] . El 31 de octubre de 2023 se firmó con el Ministerio de Transporte y Obras Públicas una addenda al contrato de PPP para la realización de un conjunto de obras adicionales. Tanto las obras del contrato original como de la addenda están culminadas.

El financiamiento es a dieciocho años, incluyendo tres años de desembolsos (correspondientes al período de construcción) y treinta cuotas semestrales una vez terminado el período de desembolsos. La concesión es por un total de veinte años.

Los niveles de servicio en todos los tramos de la operación han estado por encima del 97,6%, asegurando la percepción del 100% de los pagos por disponibilidad.

9. 95,8 millones de UI y 24,3 millones de dólares, convertidos según cotización de la unidad indexada y del dólar interbancario a la fecha de cierre financiero de la operación de $ 4,8592 y $ 44,64, respectivamente.

10. 74 millones de UI y 21 millones de dólares, convertidos según cotización de la unidad indexada y del dólar interbancario al 30 de setiembre de 2026 de $ 6,6511 y $ 40,286, respectivamente.

11. UI 97 millones y USD 24,6 millones, valuados a la cotización de la unidad indexada y del dólar a la fecha del cierre financiero de la operación. Se desembolsaron con cargo al FF CAF II un total de UI 95,8 millones y USD 24,3 millones.

Proyecto Circuito 2

Es una inversión del entorno de los UI 711 millones, destinados al diseño, construcción y operación en rutas 9 y 15, en la que FF CAF II participa con un financiamiento de hasta UI 571 millones. El financiamiento cubre un período de desembolsos de unos cuatro años (aunque concentrados en los últimos tres) seguido de treinta cuotas de amortización semestral a lo largo de quince años. La concesión es por un total de veinte años.

En octubre de 2025, el operador, Grupo Vía Oriental, anunció la finalización de todas las obras. El MTOP ha otorgado las Actas de Comprobación de Infraestructura en todos los tramos (ACIT).

Todos los tramos están en operación y registran niveles de servicio entre 98,4% y 100%, asegurando la totalidad de los pagos por disponibilidad previstos.

Proyecto Infraestructura Educativa III

Este contrato de inversión en deuda se firmó el 5 de octubre de 2023 entre FF CAF II y el consorcio Construcciones e Infraestructuras Educativas de Uruguay S.A., adjudicataria de la licitación del Proyecto "Diseño, construcción y mantenimiento de Infraestructura Educativa compuesta por 7 escuelas de 6 aulas, 8 escuelas de 9 aulas y 27 CAIF" según Resoluciones del Directorio del Instituto del Niño y Adolescente del Uruguay (INAU) del 12 de junio de 2019 y del Consejo Directivo Central de la Administración Nacional de Educación Pública (ANEP) de 18 de junio de 2019. El plazo del contrato es de 22 años, contados desde la firma del contrato licitado.

El monto del préstamo es de UI 132 millones, sobre los que se realizaron desembolsos por 127 millones de unidades indexadas.

Se cuenta con acta de puesta en servicio de la totalidad de quince centros de ANEP y 25 CAIF, habiéndose acordado por addenda firmada el 20 de enero de 2025 la cancelación de dos de los centros de INAU.

Los niveles de servicio han sido satisfactorios en todos los centros, asegurando el 100% de los pagos por disponibilidad.

Proyecciones financieras

Los cuatro proyectos mencionados constituyen el portafolio de inversiones definitivo de este fideicomiso lo que totaliza una inversión en deuda de UI 1.384 millones. De acuerdo con nuestras proyecciones, estimamos una tasa de retorno para los inversores en torno al 4,7% anual en UI. 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 el riesgo es muy bajo.*

Riesgo de generación de flujos: dado el avance experimentado en los proyectos de inversión en deuda con cargo a los recursos disponibles y las políticas crediticias y de constitución de garantías adoptadas, se concluye que ha bajado el riesgo de generación de flujos. En base a estos elementos, se considera que el riesgo de que las operaciones de préstamo no generen los flujos necesarios para remunerar los CP´s con un rendimiento razonable *es bajo.*

V. EL ENTORNO

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

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

El primero tiene que ver con la capacidad del Fideicomiso Financiero de cumplir con su objetivo, es decir, encontrar un número suficiente de Proyectos de Inversión en Infraestructura con necesidades de financiamiento tales que justifiquen toda la estructura jurídica e institucional implementada. Si bien el monto invertido está lejos del capital suscrito por UI cuatro mil millones, con las cuatro operaciones acordadas se alcanza un monto suficiente como para seguir adelante con el instrumento adoptado.

El segundo elemento para considerar en el análisis de entorno adquiere mayor relevancia una vez aplicados en forma significativa los recursos del Fideicomiso a inversiones en Deuda. Tiene que ver con el hecho de que en el conjunto de los proyectos PPP considerados, los flujos de fondos a recibir por el adjudicatario del contrato de PPP provienen del Estado. Por lo tanto, si bien el instrumento de la PPP aparece como una fuente de financiamiento idónea para la inversión pública considerada estratégica en condiciones de estrechez fiscal, la firma de contratos PPP introduce compromisos financieros para el Estado que se suman a la ya notable rigidez del gasto público en Uruguay, derivado del peso de las obligaciones salariales, previsionales y de servicios de la deuda pública. En otros términos, la firma de contratos PPP transforma un gasto en inversión en el que la Administración tiene un alto grado de discreción para acomodar según sus necesidades financieras, en un gasto corriente altamente rígido vinculado a obligaciones contractuales.

En la Ley de Presupuesto aprobada por el Parlamento 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, la 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. 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 estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; considerando en particular la prácticamente total terminación de las obras, 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)[12] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de Grado inversor con observaciones.

Comité de Calificación

Julio de Brun

[12] . ***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. ***Grado de inversión óptima con observaciones.***