

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

Montevideo, abril de 2021

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

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO CPs. FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE DEUDA PARA INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY II CAF-AM-29 - abril - 2021

Plazo:	30 años
Fiduciario:	Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN AFISA)
Monto:	equivalente en pesos uruguayos de hasta 4 mil millones de UI
Activos del Fideicomiso:	Son el conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso.
Asesor Legal:	Guyer & Regules
Asesor Fiscal:	CPA Ferrere
Fideicomitentes y Beneficiarios:	Suscriptores iniciales de los CP's
Gestor:	"CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A."
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	BVM
Administración y pago:	CONAFIN AFISA
Calificadora de Riesgo:	CARE
Vigencia:	hasta el 30 de noviembre de 2021 ¹ .
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán y Ec. Julio de Brun
Calificación de riesgo:	BBB uy
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

¹. Ante la aparición de hechos relevantes que así lo justifique, CARE puede modificar la nota en cualquier momento

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM", manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.

El objeto de esta emisión consiste en la generación de recursos para la realización de inversiones en un portafolio de Deuda Senior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay por un monto de hasta UI 4 mil millones.

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

Respecto de los instrumentos financieros utilizados:

- El análisis jurídico efectuado en ocasión de la calificación original descarta eventualidades de conflictos derivados, por ejemplo, de la construcción jurídica, los contratos respectivos y el cumplimiento con normas vigentes, entre otros.
- Respecto de la liquidez, ésta es 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, 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. Resta verificar el cumplimiento de dichos procedimientos ante operaciones concretas.

Respecto de los flujos proyectados:

- Si bien hasta la fecha de este informe sólo se ha concretado la inversión en deuda en dos proyectos con cargo a este Fideicomiso, el negocio presenta desde el punto de vista económico-financiero expectativas razonables de rentabilidad para el inversor, dada la comparación con otros negocios análogos, y teniendo presente el nivel de tasas de interés aplicables a los préstamos.

- El área elegida, esto es obras de infraestructura, responde a una necesidad manifiesta en el país. La utilización del mecanismo de Participación Público-Privada (PPP) fue impulsada en administraciones anteriores (Ley 18.786 del 19 de julio de 2011, reglamentada por el Decreto 17/012, y Decreto de 30 de julio de 2018 en el que se declara promovido este fideicomiso, con los consiguientes beneficios fiscales). Tras el cambio de autoridades se mantuvieron algunas iniciativas de PPP en trámite y se han anunciado variantes contractuales que también prevén la participación del sector privado en la operación y financiamiento de proyectos de infraestructura.
- Existe la posibilidad de que tras la aprobación de la Ley de Presupuesto Nacional se concreten nuevas iniciativas de inversión que, aunque no sean estrictamente bajo la modalidad PPP, pueden ambientar proyectos de inversión en infraestructura con financiamiento del sector privado. De todos modos, CARE ha optado por calcular la tasa de rendimiento de los certificados de participación con los préstamos ya firmado y otra operación en trámite. Esas inversiones en deuda totalizan 1,2 mil millones de UI, contra los 4 mil millones de capital suscrito.
- A un año de la irrupción de la pandemia del coronavirus, puede comprobarse su limitado impacto en el avance de las obras y en las demás variables que inciden en la ecuación económica del promotor y los inversores en este Fondo. De todos modos, sus efectos macroeconómicos siguen siendo monitoreados por CARE a fin de anticipar dificultades financieras en las entidades contratantes que puedan, eventualmente, afectar las proyecciones realizadas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

Por otra parte, el hecho de que este fideicomiso se constituía para estructurar operaciones de financiamiento todavía no concretadas le confería características particulares, cobrando particular relevancia en el primer informe de calificación el análisis de la política de inversión, la conformación de la estructura de decisiones acerca de ella, las disposiciones de gobierno corporativo en general, las relaciones económicas de la cartera y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave. Aunque a la fecha de esta actualización se han celebrado dos operaciones de crédito con cargo a este Fideicomiso, por un monto máximo de UI 681 millones, esos elementos siguen siendo los relevantes a la hora de efectuar nuestra evaluación de riesgo³.

CARE Calificadora de Riesgo (en adelante, "CARE") 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 manuales⁴. Éstos, su

². 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

³. La segunda operación de crédito se firmó en marzo de este año y a la fecha de este informe todavía no se han efectuado desembolsos. Por lo tanto, el total desembolsado hasta el 31 de marzo de 2021 equivale a UI 211 millones (UI 122 millones al 31 de diciembre de 2020).

⁴. "Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros"

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

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de noviembre de 2021.

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 Fiduciario⁵.

En el FF CAF II se prevé también la participación de CAF-AM Uruguay en calidad de Gestor. Dicha empresa es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay, íntegramente de propiedad y subsidiaria de CAF ASSET MANAGEMENT Corp. Ésta, a su vez, es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de Panamá, subsidiaria de la 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 N° 17.529 de 9 de Agosto de 2002.

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 N° 16.906 de 7 de enero de 1998, disponiendo las consiguientes exoneraciones fiscales, mostrando así la continuidad de su compromiso con el proyecto (Decreto de 30 de julio de 2018).

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. Hasta el 31 de diciembre de 2020 se llevaban efectuadas integraciones por 127,7 millones de UI⁶. Para el año 2022 se proyectan nuevas integraciones, por un total de UI 186,2 millones.

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

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

⁶. A la fecha de este informe, la cotización de la unidad indexada (UI) es de \$ 4,9151. El tipo de cambio al cierre de las operaciones de ese día fue de \$ 44,056 por dólar.

emisión de los CPs en el FF CAF II la calificación BBB.uy. Esta calificación se ha mantenido hasta el momento.

Los contratos de préstamos otorgados por el FF CAF II hasta la fecha de este informe son los siguientes:

- 29 de enero de 2020: **Consortio 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: **Consortio 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 97 millones y USD 24,6 millones. Había recibido un dictamen de no objeción por parte de CARE el 11 de junio de 2020.

Por otra parte, el 17 de noviembre de 2020 se emitió Informe de no objeción a la inversión en deuda en el proyecto PPP "Corredor Vial Circuito 2". Esta operación demandará durante el período de construcción unos UI 1.067 millones, de los cuales hasta UI 513 millones provendrán de financiamiento del FF CAF II⁷.

Estos tres proyectos, por un total equivalente a UI 1,2 mil millones, constituyen la base de las proyecciones financieras efectuadas en este informe.

3. Las principales características de esta operación

- El Fideicomiso invierte en un portafolio de Inversiones en Deuda Sénior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay⁸.
- Por inversiones en deuda se entienden dos modalidades:
 - a) **Deuda Otorgada:** el otorgamiento de Deuda Sénior a un Proyecto de Infraestructura;
 - b) **Deuda Adquirida:** la adquisición de Deuda Sénior incurrida por un Proyecto de Infraestructura para con otros acreedores.
- Los proyectos de infraestructura en que podrá invertir el Fideicomiso son variados. A modo de ejemplo podrán ser, entre otros, proyectos en los sectores de transporte vial, portuario, férreo, aeroportuario, fluvial y urbano, suburbano e interdepartamental masivo; transmisión y generación de energía; agua potable y saneamiento básico; acueductos; transporte de hidrocarburos y minerales; telecomunicaciones y logística e infraestructura social; siempre y cuando cumplan con las características y requisitos establecidos en la Política de Inversión que se incluye como Anexo al Contrato de Fideicomiso.
- Las Inversiones en Deuda serán seleccionadas y analizadas por el Gestor, quien en definitiva hará las recomendaciones correspondientes. Sus tareas se ajustarán a lo establecido en el Contrato de Gestión y siguiendo la Política de Inversión que se detalla en el Anexo 1 del Contrato de Fideicomiso.

⁷. De incrementarse la inversión, el financiamiento otorgado por el FF CAF II podría llegar a UI 565 millones.

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).

- El Fideicomiso cuenta con un Comité de Vigilancia, con una integración máxima de cinco miembros designados por la Asamblea de Titulares de CPs, encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés. Interesa señalar, al respecto, que el Comité de Vigilancia deberá aprobar continuar con el análisis y realización de Inversiones en Deuda en Proyectos de Infraestructura en cuyo riesgo CAF no participe.
- El Gestor cuenta con un Comité de Crédito, el cual es el órgano responsable del análisis de las Inversiones en Deuda y de los prestatarios, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de Inversiones en Deuda que el Gestor ponga bajo su estudio. También intervendrá a solicitud del Comité de Vigilancia en los casos que la CAF decida no cofinanciar el Proyecto. Es la recomendación del Comité de Crédito del Gestor la que, en definitiva, se eleva al Fiduciario.
- El Fiduciario es, en última instancia, el responsable de la gestión del Fideicomiso, para lo cual examinará las recomendaciones recibidas del Gestor, realizando su propia evaluación. Para ello, el Fiduciario constituirá un Comité de Evaluación de Inversiones, el cual será su órgano interno encargado de realizar el análisis de las Inversiones en Deuda recomendadas por el Gestor y tomar las decisiones que al respecto han sido asignadas al Fiduciario por el Contrato de Fideicomiso. En caso de discrepancia con la recomendación del Gestor, la cuestión será dirimida en el Comité de Vigilancia.
- Con los Activos del Fideicomiso o los Fondos Líquidos el Fiduciario no podrá contraer ningún tipo de deuda o endeudarse cualquiera sea la forma con el patrimonio fiduciario. No obstante, el Fideicomiso podrá endeudarse para cubrir necesidades temporales de tesorería, causadas únicamente por **(i)** demoras en el cumplimiento de las integraciones de los Valores, o **(ii)** Gastos del Fideicomiso que se deberán cubrir con futuras integraciones de Valores. Los montos y plazos de estos endeudamientos se adecuarán a las necesidades temporales de tesorerías causadas por los eventos indicados en los numerales **(i)** y **(ii)** anteriores. El Gestor buscará las mejores condiciones que otorgue el mercado para tomar los mencionados endeudamientos por parte del Fiduciario.
- El manejo de los fondos, la emisión de los Valores, la rendición de cuentas hacia los Beneficiarios, así como la contabilidad del Fideicomiso, son responsabilidad propia e indelegable del Fiduciario.
- El Gestor 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. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá resolverse en forma automática si a los ocho trimestres de finalizado el período de suscripción no se ha formalizado ninguna Inversión en Deuda. Podrá extinguirse en forma previa si transcurrido ese período sólo se ha concretado una operación de financiamiento, o por la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido.
- Ocurrida la extinción del Fideicomiso y una vez cancelados todos los Gastos del Fideicomiso, el Fiduciario procederá a transferir a los Titulares los fondos remanentes que pudieran existir en el Fideicomiso.

4. Información analizada y procedimientos operativos.

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Financieros anuales de la Fiduciaria al 31 de diciembre de 2020.
- Estados Financieros anuales del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2020, con informe de auditoría.
- Información referida al Gestor
- Información de avance de obra 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.
- Documentación de respaldo de operaciones de inversión en deuda en trámite de negociación (contratos, garantías, modelos financieros), sobre las que CARE emitió un dictamen de no objeción.
- Informes de no objeción de CARE

Los procedimientos operativos seguidos en este caso se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota⁹

⁹ Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros"

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

1. Descripción general

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

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

2. El análisis jurídico

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

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

- a. La estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad de crédito que el Fideicomiso Financiero se propone realizar.
- b. El Gestor ha ido recabando experiencia en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay a través de su actuación en el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I (en adelante, "CAF I"), a lo que se suma su vinculación con la CAF y el compromiso de ésta de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero.
- c. La política de identificación de oportunidades de negocio para el Fideicomiso Financiero, así como la forma en que se prevé que deberán celebrarse tales operaciones contiene procesos y etapas razonables y acordes al objetivo perseguido por el Fideicomiso. De todas formas, en su ejecución concreta y en cómo la misma se plasme en cada caso particular estará el foco de análisis para los riesgos de los inversores, en la medida que el retorno esperado por la inversión en tales títulos dependerá de la correcta estructuración de las operaciones de otorgamiento de crédito a terceros.
- d. Los roles de los participantes y las obligaciones previstas en el Fideicomiso Financiero contienen las previsiones razonablemente esperadas para mitigar los riesgos a que se encuentra sujeta dicha estructura, y reflejan en definitiva el "estado de arte" y práctica jurídica actual en Uruguay para este tipo de instrumentos.

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los 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 N° 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.

Sus EE.CC son auditados por KPMG; un resumen de los mismos, al 31/12/20 se presenta a continuación.

Cuadro 1: CONAFIN - Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Activo	327.018	243.475	177.149
Activo Corriente	109.997	80.719	41.421
Activo no Corriente	217.022	162.757	135.728
Pasivo	53.551	48.251	28.255
Pasivo Corriente	40.739	24.871	28.255
Pasivo no Corriente	12.813	23.381	-
Patrimonio	273.467	195.224	148.894
Pasivo y Patrimonio	327.018	243.475	177.149
Razón Corriente	2,70	3,25	1,47

Fuente: EE.CC CONAFIN AFISA

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

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

Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Ingresos activid. ordinarias	135.882	112.427	67.051
Costo servicios prestados	(79.773)	(67.924)	(49.666)
Ganancia Bruta	56.109	44.503	17.385
Gastos Admin y ventas	(7.308)	(6.015)	(4.457)
Resultados Operativos	48.802	38.488	12.928
Resultado financiero neto	27.354	19.025	14.663
IRAE	(14.380)	(10.448)	(6.596)
Resultados del ejercicio	61.776	47.064	20.994
Otros resultados integ.	16.467	(735)	(2.192)
Resultado integral final	78.244	46.330	18.802

Fuente: EE.CC CONAFIN AFISA

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

En definitiva, Conafin Afisa muestra niveles de solvencia y liquidez sólidos. Al 31/12/20 mantiene una importante cartera de fideicomisos bajo su administración. Estos son de distinta índole y materia, los hay financieros, de garantía y de administración abarcando distintas temáticas lo que permite afirmar que su idoneidad y capacidad para la función que se le encomienda en el presente fideicomiso no ofrece objeciones.

El Gestor

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

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

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

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

A la fecha, la firma está administrando tres operaciones análogas (incluyendo esta) la primera de las cuales ya tiene más de 4 años de trayectoria sin que se hayan registrado inconvenientes en el cumplimiento del plan de negocios. Esto permite conformar una trayectoria propia que hasta el momento ha demostrado idoneidad en la función encomendada.

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

En lo que refiere a su situación económica y financiera, CARE tuvo a la vista los estados contables de la firma al 30/9/20, de la misma no surge nada que permita suponer algún riesgo en su funcionamiento.

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

El Fideicomiso

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

La autorización refiere a la emisión de CP's por un valor total de UI 4.000 millones los que fueron suscriptos por los inversores en el mes de diciembre de 2018.

En lo que refiere a operaciones de financiamiento, como se detalla en la Sección siguiente, hasta el 31 de diciembre de 2020 se había suscrito un contrato de préstamo por hasta un máximo de UI 358 millones. Con posterioridad al cierre del ejercicio 2020 se concretó una segunda operación, por hasta un máximo equivalente a UI 323 millones. Se está gestionando una tercera operación, que cuenta con informe de no objeción de CARE, por hasta un total de UI 513 millones (ampliables a UI 565 dependiendo del monto de la inversión) y se tiene perspectiva de alguna más.

A título informativo, en los cuadros siguientes se exponen resumidamente los EE CC del Fideicomiso al 31/12/20 y su comparativo con periodos anteriores.

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

Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Activo	620.965	20.194	10.786
Activo Corriente	41.028	20.194	10.786
Activo no Corriente	579.937		
Pasivo	37.072	2.626	3.100
Pasivo Corriente	37.072	2.626	3.100
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	583.893	17.568	7.685
Pasivo y Patrimonio	620.965	20.194	10.786
Razón Corriente	1,11	7,69	3,48

Fuente: EE.CC Fideicomiso

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

Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Ingresos Operativos	38.545	1.032	
Perdidas de crédito esperadas	(2.923)		
Resultado operativo	35.622	1.032	-
Gastos de administración	(40.484)	(5.653)	(334)
Resultados financieros	3.089	817	(2)
Resultado del periodo	(1.773)	(3.805)	(336)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse en los cuadros precedentes que las operaciones han comenzado. Efectivamente, a diciembre de 2020 se habían integrado UI 127.699.183 y se habían realizado desembolsos por aproximadamente UI 122 millones, exclusivamente del primer contrato. Por otra parte, se realizaron en el ejercicio, pagos por participación (fondos netos distribuibles por \$ 2.520.429 equivalente a unos UI 527 mil. Los resultados netos atribuibles a los tenedores de CP's determinaron un resultado de (\$ 0,04) por CP, calculado según los resultados del ejercicio y el promedio ponderado de los CP's según el tiempo que estuvieron en circulación durante dicho periodo.

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, tanto en lo que respecta al Gestor como al Fiduciario.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

El Fideicomiso, por contrato, cuenta con un plazo de hasta cinco años para invertir los fondos en los proyectos. Desde su constitución hasta la presente actualización se han concretado dos operaciones de financiamiento.

Proyecto Infraestructura Educativa II

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

Al 31 de marzo de 2021 había 8 centros educativos en servicio y obras en ejecución en 32 de los 34 restantes. El avance total del proyecto ha sido más lento de lo esperado (58% frente a 68% planificado), en parte debido a distorsiones provocadas por la irrupción del COVID 19 en 2020 (tanto en los trabajos como en la cadena de suministros de construcción), como a la ocurrencia de contagios de dicho virus en febrero, lo cual llevó a la reducción de personal en cumplimiento de los protocolos establecidos. Se han adoptado medidas paliativas, así como la negociación con la autoridad contratante de alguna adenda de flexibilización.

El Fideicomiso llevaba desembolsados, hasta el 31 de marzo de 2021, el equivalente de unos UI 211 millones, acompañado por los demás acreedores senior en el equivalente a UI 171 millones. En forma concomitante, el consorcio promotor había efectuado aportes de fondos propios por UI 95 millones, respetando los niveles de apalancamiento acordados.

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 millones¹⁰. El financiamiento es a dieciocho años, incluyendo tres años de desembolsos (correspondientes al período de construcción) y treinta cuotas semestrales una vez terminado es período de desembolsos. La concesión es por un total de veinte años.

¹⁰. UI 97 millones y USD 24,6 millones.

El 1 de febrero de 2021 se produjo la toma de posesión del Contrato PPP por parte del adjudicatario, iniciándose las obras de puesta a punto. El financiamiento provino de fondos propios aportados por el adjudicatario y los desembolsos de préstamos comenzarán en el segundo trimestre, en función de un avance de obra que, por el momento, no ha registrado inconvenientes.

Proyectos en curso

Además de los proyectos mencionados, hay otro que está en proceso de negociación y que ha recibido informe de no objeción por parte de CARE.

- Circuito 2 (Rutas 9 y 15). Es una inversión del entorno de los UI 1.067 millones, en la que FF CAF II participaría con un financiamiento de hasta UI 513 millones, que dependiendo de inversiones adicionales que pueda solicitar la autoridad contratante se puede ampliar hasta UI 565 millones. Según la versión preliminar del contrato de préstamo analizado por CARE, el financiamiento cubriría 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.

Otras iniciativas de PPP están postergadas o siendo replanteadas por las autoridades gubernamentales. Por otro lado, el Presupuesto Nacional 2020-2024 prevé nuevas obras de infraestructura con variantes contractuales de la Participación Público-Privada que, de todos modos, podrían ser elegibles para ser financiadas con cargo a los recursos del FF CAF II.

Proyecciones financieras

Suponiendo que el portafolio de inversiones de este fideicomiso se cierra con los proyectos firmados y el que ha recibido informe de no objeción de CARE, lo que totaliza una inversión en deuda de UI 1.194 millones, estimamos una tasa de retorno para los inversores en torno al 5,7% anual en UI¹¹. Con una curva de rendimientos soberana en UI que muestra rendimientos de 2,34% a 10 años, 2,79% a 15 y 2,92% a 20, se puede considerar que hay una muy baja probabilidad de que el rendimiento de estos CPs quede por debajo del de un bono soberano en unidades indexadas.

De todas maneras, dado el alto grado de incertidumbre que tiene la simulación de un flujo de fondos, desde el momento que sólo se ha desembolsado un 5% de los recursos del FF CAF II en operaciones de inversión en deuda, el Comité de Calificación de CARE consideró que el análisis del riesgo crediticio debe seguir otorgando mayor ponderación a las cuestiones de gobierno corporativo y la idoneidad de las entidades y personal a cargo para seleccionar, analizar y establecer términos y condiciones para las Inversiones en Deuda que determinen un flujo de fondo satisfactorio para los inversores, tal como lo ha venido haciendo hasta ahora.

¹¹. La estimación no registra diferencias sustanciales respecto de la efectuada en el informe de noviembre de 2020, ya que todas las estimaciones efectuadas en aquel momento han estado en línea con lo ocurrido en el cuarto trimestre de 2020 y primero de 2021, tanto en cuanto a desembolsos en función de avance de obra como en la concreción de nuevas operaciones..

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: en la medida que sólo se ha comprometido un 17% de los recursos disponibles en inversiones en deuda, no se tiene otro elemento de juicio que el de la experiencia del Gestor y demás intervinientes en el proceso de negociación y generación de los créditos. Por otra parte, todavía existe un grado considerable de riesgos asociados a la ejecución de los proyectos, más allá de los factores mitigantes que se han introducido en las operaciones de crédito. 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 medio-alto.*

V. EL ENTORNO

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

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

El primero tiene que ver con la capacidad del Fideicomiso Financiero de cumplir con su objetivo, es decir, encontrar un número suficiente de Proyectos de Inversión en Infraestructura con necesidades de financiamiento tales que puedan absorber el monto suscrito de la emisión. Como vimos en la sección anterior, sólo se han comprometido recursos en dos proyectos, con préstamos que representan un 17% del capital suscrito del FF CAF II. Dado el avance de obras, los desembolsos apenas llegan aún al 5% del capital suscrito. De todas maneras, considerando apenas otro proyecto en negociación cuyos términos generales han recibido la no objeción de parte de CARE, lo que llevaría a los compromisos a un 30% del capital suscrito, se obtienen tasas de rentabilidad acordes con el riesgo de este instrumento. Por otra parte, durante la discusión parlamentaria del Presupuesto Nacional se pudo evidenciar el propósito de la Administración de asegurar el financiamiento de los contratos PPP en trámite así como el impulso a otras modalidades de participación del sector privado en la inversión pública.

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.

Durante el actual quinquenio presupuestal, las obligaciones derivadas de los contratos PPP acumulará un volumen significativo para unas finanzas públicas enfrentadas al desafiante entorno de una economía que ya se encontraba en recesión antes de la pandemia y sobre la que ésta agravó aún más la situación.

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.

Por el momento, el perfil de la deuda pública uruguaya y la facilidad de acceso a los mercados de capitales, así como la disponibilidad de recursos extraordinarios de los organismos multilaterales de crédito, 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 nulo*.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, 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; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹² **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**



Juliq de Brun