

**Informe de no objeción a la
inversión en deuda en el proyecto
PPP “Educativa 3” por parte
del FIDEICOMISO FINANCIERO
FONDO DE DEUDA PARA
INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY
II CAF-AM**

Montevideo, diciembre de 2021

Montevideo, 15 de diciembre de 2021

Sr (es)

CONAFIN AFISA (Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión SA)

Referencia: Informe de no objeción a la inversión en deuda en el proyecto PPP "Educativa 3", por parte del FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE DEUDA PARA INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY II CAF-AM

De nuestra mayor consideración:

En cumplimiento de la previsión contractual efectuada con relación a las inversiones en deuda del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II - CAF-AM, por la que CARE debe evaluar que la Inversión en Deuda no haga que los Certificados de Participación en dicho Fideicomiso vean afectada negativamente la calificación crediticia otorgada en el momento de su emisión o actualizaciones posteriores, cúmplenos informar lo siguiente:

i. ANTECEDENTES

En agosto de 2018 CARE efectuó el análisis de riesgo de los Certificados de Participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM" (en adelante, FF CAF II), otorgando la calificación BBB (uy) de grado inversor. Hasta el momento de la última actualización de dicha calificación, en noviembre de 2021, el Fideicomiso había efectuado inversiones en Deuda de Proyectos de Infraestructura por UI 663 millones sobre un total de capital suscripto de UI 4 mil millones, por lo que la calificación todavía reposaba en forma importante sobre 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.

El contrato entre CARE y el administrador fiduciario del Fideicomiso, CONAFIN AFISA, prevé la intervención de CARE en ocasión de cada negocio de financiamiento, de tal forma de verificar que la calificación del fideicomiso no se ve afectada negativamente a medida que se concreta la participación en nuevos financiamientos.

En esta oportunidad nos ocupamos de la tercera operación de Inversión en Deuda del FF CAF II, analizando los términos previstos del contrato de financiamiento a *Construcciones e Infraestructuras Educativas de Uruguay S.A.*¹ (en adelante, "CIEU" o "la sociedad"), adjudicataria en forma provisional 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*" (en adelante, el "Proyecto", o "PPP Educativa 3") 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.

Como consecuencia de los compromisos asumidos por CARE frente a CONAFIN AFISA, la calificadoradora realizó un exhaustivo análisis de los términos

¹. Los accionistas de esta sociedad de objeto exclusivo son BTD Capital 12 S.L. ("BTD", 42,5%), Tecnove S.L. ("Tecnove", 42,5%), Conami Ltda. ("CONAMI", 7,5%) y Basirey S.A ("BASIREY", 7,5%). Las dos primeras son empresas constructoras españolas, mientras que Basirey y Conami tienen experiencia en PPP uruguayas por integrar el consorcio adjudicatario del proyecto "Educativa 1", que integra el portafolio de inversiones del Fondo CAF I.

del contrato de financiamiento y de los procedimientos seguidos, a efectos de poder fundar su “no objeción” a la firma. Este documento resume los fundamentos del dictamen de CARE.

ii. EL PROYECTO PPP

El Contrato de Participación Público-Privada (PPP) que habrá de firmarse entre ANEP, INAU y el consorcio CIEU S.A.², tiene como objeto el diseño, financiamiento, construcción y operación de 15 escuelas y 27 centros CAIF. El plazo del contrato es de 22 años, que se contarán desde la firma del contrato licitado.

Las inversiones que se estima realizar durante el período de construcción (que corresponden al período de desembolso del préstamo y que se extienden por hasta treinta y seis meses) ascienden a un equivalente a UI 331 millones³. A esta cifra deben sumarse otros UI 48 millones por concepto de formación de capital de trabajo, integración de las cuentas de reserva, gastos financieros durante el período de construcción y otras contingencias, lo que eleva el total de necesidades de fondos a UI 379 millones.

Por su parte, el FF CAF II propone un financiamiento máximo de UI 145 millones⁴, a los que se suman UI 15 millones de un préstamo de características similares por parte de la Corporación Andina de Fomento (CAF)⁵ y préstamos del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y BID Invest por USD 17 millones (equivalentes a UI 146 millones). Esto totaliza deuda senior por el equivalente a UI 306 millones. El resto de las necesidades de fondos se cubren con aportes de capital de los promotores por UI 73 millones. Por otra parte, se estiman ingresos por concepto de pagos por disponibilidad (PPD) de UI 25 millones durante el período de construcción.

De acuerdo con lo previsto en el Contrato de PPP, CIEU percibirá ingresos bimestrales⁶ por concepto de PPD, que comienzan tras la puesta en servicio de cada centro. Esto significa que los pagos requeridos por el Consorcio en su oferta estarán afectados por coeficientes que miden la adecuada utilización de las obras por parte de los usuarios⁷.

Esta forma de cálculo del pago a recibir por el adjudicatario es un elemento característico de la distribución de riesgos entre Contratante y Contratista en los proyectos PPP. Además de las penalizaciones por defectos técnicos en el estado de la obra, también son de cargo del Contratista los riesgos asociados a las variaciones en los costos de la obra o las desviaciones en el período de construcción. Los defectos en la obra no sólo pueden disminuir los ingresos previstos, sino que también pueden ser causal de rescisión anticipada por razones atribuibles al Contratista⁸.

iii. CONTRATO DE DEUDA

De acuerdo con lo establecido en el borrador de contrato de préstamo entre FF CAF II y CIEU, se trata de una operación a 20 años de plazo. En los tres primeros se efectúan los desembolsos según el avance de las obras. Se amortiza en 36 cuotas semestrales, correspondiendo la primera al sexto mes desde la terminación del período de construcción. La tasa de interés aplicable será fija, calculada oportunamente en base la curva de rendimientos soberana en unidades indexadas (CUI) a la fecha del contrato de préstamo, más un

² Según recomendación del Comité de Crédito de CAF-AM de 13 de diciembre de 2021

³ En rigor, se estima una inversión de UI 168 millones y USD 19 millones, que convertidas a un equivalente en UI arroja los 331 millones de unidades indexadas indicados. A esos efectos, el valor de la unidad indexada (UI) a la fecha de este informe es de \$ 5,1517 y el tipo de cambio al cierre de la misma fecha fue de \$ 44,199.

⁴ Se recuerda que el tamaño del Fondo, según el Prospecto de Emisión, es de UI 4 mil millones. Hasta la fecha, existen compromisos de Inversión en Deuda por el equivalente a UI 663 millones con cargo a este Fondo. Es posible que el crédito aprobado se extienda hasta UI 150 millones para cubrir potenciales mayores inversiones.

⁵ La posibilidad de cofinanciamiento de la CAF está expresamente prevista en el Prospecto de Emisión de los Certificados de Participación en el Fideicomiso FF CAF II.

⁶ Sin perjuicio de esto, la evaluación de la calidad de los servicios prestados se evalúa mensualmente. El cálculo de los pagos por disponibilidad se realiza mensualmente, pero se liquidan bimestralmente.

⁷ De acuerdo con el Pliego de Condiciones Técnicas, existen deducciones por concepto de fallas de disponibilidad, fallas de calidad reactiva (rapidez con la que se responde ante un evento) y fallas de calidad no reactiva (cuando no se realiza una actividad esperada).

⁸ Cláusula 16 del Contrato de Participación Público-Privada. Por ejemplo, es causal de rescisión anticipada obtener PPD menores al 85% durante 12 bimestres consecutivos.

spread, del que resultó una tasa fija en línea con las demás operaciones crediticias del Fondo CAF II y con la rentabilidad que éste viene mostrando. Se prevé una tasa de interés moratorio de 200 puntos básicos adicionales a la tasa de interés. También se incluye una comisión de financiamiento del 1,5% del monto del préstamo, una tasa de compromiso del 1,5% anual sobre los montos no desembolsados y una comisión de administración de USD 10 mil anuales.

El contrato de préstamo contiene las estipulaciones habituales para la protección del acreedor, como garantías de los accionistas, limitaciones a la generación de nuevas deudas con cargo al Proyecto, el mantenimiento de ratios de cobertura mínimos⁹. A esto se suman los colaterales y medidas preventivas propias de los contratos PPP, como ser la posibilidad de cesión en garantía de Educativa II a FF CAF II de los derechos y obligaciones emergentes del borrador de Contrato PPP, a efectos de que el acreedor pueda a su vez cederlos a un tercero. También está previsto hacer uso del mecanismo de Prenda Especial de PPP, según el cual el acreedor tiene derecho a solicitar que se subaste públicamente el Contrato de PPP conforme a lo establecido en el artículo 58 de la Ley N° 18.786 de 19 de julio de 2011 y artículo 82 y siguientes del Decreto N° 017/2012.

Siendo el monto invertido en las obras la principal garantía generada por el propio Proyecto en caso de rescisión anticipada del Contrato PPP, en el Contrato de Préstamo se ha tenido cuidado en vincular los desembolsos a las certificaciones efectuadas por un Ingeniero Independiente, sin perjuicio de la vigencia de los seguros ofrecidos y la realización de los aportes de capital requeridos a la sociedad promotora.

Una particularidad que se presenta en este Proyecto, y que también está presente en el Educativa I, es la presencia de dos Administraciones Públicas Contratantes (ANEP e INAU) autónomas. Esto puede provocar la eventualidad de que una de ellas pueda provocar una terminación del contrato PPP. Cabe aclarar que ello no implica que la otra deba también hacerlo, pero es potestad de los acreedores senior continuar el financiando las obras y la operación con la Administración remanente, o provocar la terminación del contrato de financiamiento. Eso dependerá, evidentemente, del cálculo económico por el que se comparen los valores de rescate de las respectivas PPP, frente a la alternativa de continuar con una parte de las obras y la operación¹⁰

Más allá de los desfases propios de las diversas secuencias de desembolsos, se pretende que todos los acreedores senior o garantizados mantengan sus respectivas proporciones a lo largo del período de desembolso. El mismo trato corresponde a las amortizaciones, así como a los prepagos voluntarios por parte de la sociedad deudora. La hoja de términos analizada no contiene aún una definición sobre los mecanismos de solución de controversias entre los acreedores garantizados, en especial en oportunidad de incumplimiento del deudor, pero dada la experiencia previa con los mismos acreedores, se asume que se mantienen los mismos términos, que aseguran una relación estable en el comportamiento de la operación financiera.

En cuanto a la Administración Contratante, conformada por ANEP e INAU, ha comenzado a tener experiencia en contratos PPP a través de los proyectos de Educativa I y II. Por lo hemos podido observar desde CARE en el avance de dichos proyectos a través de nuestra evaluación de los fondos de inversión en

⁹. Ratios de Deuda Senior a Total de Fondos y de Cobertura de Servicio de la Deuda, entre otros

¹⁰. En todo caso, la Administración Pública Contratante que decide terminar el contrato PPP deberá abonar el Pago por Terminación previsto en el contrato PPP, lo que resultará en pagos anticipados en lo que respecta al contrato de préstamo.

los que aparece CAFAM como gestor, dichas entidades han recibido el apoyo técnico suficiente como para mejorar su estructura institucional y gestionar estos proyectos. Su disponibilidad presupuestal también es suficiente para enfrentar los compromisos financieros derivadas de los contratos PPP en que están involucrados, dado que estos proyectos han recibido el respaldo del Poder Ejecutivo.

iv. CONCLUSIONES

De acuerdo con lo señalado, tanto el borrador del Contrato de Financiamiento entre FF CAF II y CIEU como el proceso de análisis y toma de decisiones que llevó a su configuración concuerdan con las expectativas sobre las que CARE había basado su calificación de riesgo.

Concretamente, la tasa de interés aplicada sobre los fondos aportados y las salvaguardias adoptadas para morigerar impactos adversos sobre los flujos de fondos del proyecto en lo que refiere a los compromisos de la deuda, confirman en forma preliminar las expectativas de rentabilidad del Fondo¹¹. Asimismo, se han establecido garantías adecuadas para preservar el capital aportado bajo la forma de Deuda Senior al Proyecto.

La operación en cuestión presenta incluso menos riesgos por la parte de la que es responsable el Contratista que la que habitualmente se incurre en los proyectos de participación público-privada pasibles de ser incorporados a este Fondo. La experiencia en materia de actividades de construcción de las empresas que componen la sociedad contratista debería ser suficiente como para asegurar un flujo de pagos por disponibilidad con leves deducciones por problemas de calidad y disponibilidad.

Por otro lado, también se ha confirmado en los hechos la aplicación de los procedimientos de gobierno corporativo comprometidos en el Prospecto de Emisión, que también constituyeron una fortaleza sobre la cual CARE basó su calificación.

En conclusión, el Comité de Calificación de CARE no objeta la presente operación de Deuda, en el entendido que no afecta en forma negativa la calificación BBB (uy) actualizada a noviembre de 2021.

Comité de Calificación



Julio de Brun



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹¹. Sin perjuicio del análisis más exhaustivo de la cartera que se realiza en oportunidad de las revisiones periódicas de la calificación.