

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

Montevideo, noviembre de 2020

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

**CALIFICACIÓN DE RIESGO C.Ps. FIDEICOMISO FINANCIERO CAF-AM FERROCARRIL CENTRAL
30 - noviembre - 2020**

Plazo:	20 años
Fiduciario:	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)
Monto:	equivalente en pesos uruguayos de hasta 3 mil millones de UI
Activos del Fideicomiso:	Inversión en Deuda Senior en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central realizada por el Fideicomiso.
Asesor Legal:	Guyer & Regules
Fideicomitentes y Beneficiarios:	Suscriptores iniciales de los CP's
Gestor:	"CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A."
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	RAFISA
Calificadora de Riesgo:	CARE
Vigencia:	Abril de 2021.
Comité de Calificación:	Ec. Julio de Brun, Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán
Calificación de riesgo:	BBB uy ¹
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

¹ La calificación puede cambiar en cualquier momento ante la aparición de hechos relevantes

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "CAF-AM Ferrocarril Central", manteniendo la calificación BBB (uy) de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe del Anexo en la calificación original. Este informe, habitual en todas las calificaciones de riesgo, cobra en este caso una relevancia mayor, si cabe, en tanto roza elementos de ámbitos muy diversos en el campo del derecho.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor se ajusta a expectativas razonables de rentabilidad, dada la comparación con otros negocios análogos y la tasa de interés aplicable al préstamo.
- Este Fideicomiso amplía la capacidad financiera ya implementada con el "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM" (CAF I) y el "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II – CAF AM" (CAF II), ambos también calificados por CARE. Los antecedentes del Gestor CAF-AM en dichas operaciones, así como los procedimientos de gobernanza allí implementados, fueron relevantes a la hora de emitir nuestra primera opinión sobre este Fideicomiso.
- Vinculado a lo anterior, también se ha valorado la vinculación de CAF Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) como accionista de CAF ASSET MANAGEMENT CORP, sociedad a su vez accionista del Gestor del Fideicomiso CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A. y el notorio compromiso de CAF por el cofinanciamiento que pueda asumir en la inversión en deuda del fideicomiso.
- El Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, adjudicado bajo la modalidad PPP, ha adquirido importancia estratégica, particularmente por su vinculación con la inversión en una nueva planta de celulosa en Uruguay. Si bien el inicio de las obras se materializa en medio de un cambio de Administración, las negociaciones del nuevo Gobierno con UPM han permitido ratificar la concreción de la inversión en la planta de celulosa y las vinculadas a ella, como la que es objeto de este fideicomiso.
- No obstante, desviaciones significativas en el monto de inversiones del propio Proyecto o vinculadas a él pueden determinar un cambio en la ecuación económica del promotor o ajustes en el contrato PPP. En todo caso, existe holgura suficiente como para no afectar los flujos de fondos destinados a la inversión en deuda de este fideicomiso, lo que mitiga el riesgo señalado. De todas formas se recuerda que ante la aparición de hechos relevantes CARE se reserva el derecho de modificar la nota al momento de tomar conocimiento de los mismos.
- La inversión inicial, estimada en algo más de mil millones de dólares, cuenta con financiamiento proveniente de este fideicomiso por un estimado a UI 2.700 millones.

- La calificación original por parte de CARE de los certificados de participación en este fideicomiso, estuvo basada en la política de inversión, la conformación de la estructura de decisiones acerca de la inversión en deuda a realizar, las disposiciones de gobierno corporativo en general, y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave. Habiéndose concretado la operación de préstamo, se puede actualizar ahora la calificación, incorporando un flujo de fondos esperado para el inversor.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central".

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

En este caso, en tanto el fideicomiso no había concretado la inversión en deuda al momento de la calificación original, se previó la intervención de CARE para revisar la calificación cuando se concretara la operación de financiamiento, verificando que la misma no afectara la calificación de los certificados del fideicomiso haciéndolos caer por debajo del grado inversor². Esa intervención por parte de CARE se produjo el 25 de setiembre de 2019.

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

En definitiva, la nota seguirá en general, entre otros criterios, el cumplimiento del objetivo y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación. La concreción satisfactoria de este negocio debería determinar, todo lo demás constante, un mejoramiento de la nota inicial a medida que diversos elementos de incertidumbre se vayan disipando.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales³. 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 Ec. Julio de Brun, el Ing. Julio Preve y el Cr. Martín Durán Martínez.

2. Antecedentes generales

El "Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central" (FF CAF III), cuyo Prospecto fue autorizado por el Banco Central del Uruguay para su inscripción en el Registro de Mercado de Valores el 11 de setiembre de 2019, es el tercero promovido por el involucramiento de CAF Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) en el financiamiento de inversión en infraestructura en Uruguay. En todos los casos, se diseñaron instrumentos cuya finalidad es realizar inversiones en

². Sin perjuicio de las actualizaciones regulares de norma.

³. "Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros"

deuda senior en proyectos de infraestructura, realizados básicamente, aunque no en exclusiva, bajo la modalidad de contratos de Participación Público-Privada (PPP). El apoyo de CAF a la estructuración de las operaciones de financiamiento se hizo fundamentalmente a través de la creación de CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAFAMU)⁴. Dicha entidad aporta la experiencia de CAF y de su propio staff técnico en la selección, análisis y recomendación de inversiones en deuda y en el diseño contractual de los préstamos. Además, está previsto que la propia CAF participe en el financiamiento del proyecto, bajo condiciones análogas a las del fideicomiso financiero.

El Poder Ejecutivo declaró promovida la actividad desarrollada por el CAF III al amparo del artículo 11 de la Ley N° 16.906 de 7 de enero de 1998, disponiendo las consiguientes exoneraciones fiscales, mostrando así la continuidad de su compromiso con el proyecto (Decreto de 30 de julio de 2018⁵).

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

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

⁴. Dicha empresa es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay, íntegramente de propiedad y subsidiaria de CAF ASSET MANAGEMENT Corp. Ésta, a su vez, es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de Panamá, subsidiaria de CAF, institución financiera multilateral de derecho internacional público, creada por Convenio Constitutivo suscrito en Santa fe de Bogotá, Colombia, el 7 de febrero de 1968, a la que se incorporó la República Oriental del Uruguay mediante Acuerdo aprobado a través de la Ley N° 17.529 de 9 de Agosto de 2002.

⁵. El mismo que otorgó beneficios fiscales para el CAF II.

⁶. Por Deuda Senior se entiende "cualquier endeudamiento de rango igual o superior en privilegio y prelación en el pago que el endeudamiento de mayor rango, privilegio y prelación existente o futuro y que no se encuentre subordinado a ningún otro endeudamiento del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, exceptuando aquellos con mejor prioridad o prelación por disposición legal" (definición utilizada en el Prospecto de Emisión).

⁷. Según el Anexo "Política de Inversión" en el Contrato de Fideicomiso.

3. Las principales características de esta operación

- El Fideicomiso invierte en Deuda Senior en el Proyecto Ferrocarril Central, a ser ejecutado mediante la modalidad de Participación Público-Privada (PPP)⁶.
- Por "inversiones en deuda" se entiende el otorgamiento de Deuda Senior al Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central. Para ser elegible este proyecto para realizar la inversión en deuda, deberán cumplirse, entre otras, las siguientes condiciones⁷:
 - Que la estructura del financiamiento propuesto sea adecuada a la naturaleza del Proyecto, incluya una apropiada asignación de riesgos y cuente con las medidas de mitigación requerida y acorde con las mejores prácticas de mercado;
 - Que los riesgos de construcción y de culminación deberán estar debidamente identificados y mitigados;
 - Que la exposición al riesgo de mercado, (volumen y precio) del proyecto sea cuantificable, y apropiadamente mitigado;
 - Que los promotores del proyecto aporten recursos propios al menos por el mayor entre (i) el que sea apropiado para sus características (ii) el exigido por la entidad concedente en el contrato PPP;

- Que los promotores otorguen garantías de culminación, de sobrecostos y deficiencias en forma y contenido satisfactorios y acorde con las prácticas de mercado;
 - Que los contratos y documentos de proyecto estén bien estructurados y adecuados, y con contrapartes de reconocido prestigio y experiencia comprobada en el campo respectivo;
 - Que el resultado de la evaluación crediticia realizado por el Gestor muestre que la estructura financiera del proyecto permite el adecuado y oportuno pago de sus obligaciones, aún en escenarios de estrés resultantes de la ocurrencia de hechos imprevistos;
 - Que la estructura jurídica, administrativa, y contractual del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central sea adecuada;
 - Se buscará que, en caso de que se produzca una terminación anticipada del contrato PPP del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, por cualquier causa, la estructura contractual tenga elementos que permitan estimar que dicho proyecto cuente con los recursos financieros necesarios para repagar la Inversión en Deuda del Fideicomiso.
- La Inversión en Deuda fue analizada por el Gestor, quien hizo la recomendación correspondiente al Fiduciario. Sus tareas se ajustaron a lo establecido en el Contrato de Gestión y siguiendo la Política de Inversión que se detalla en el Anexo 1 del Contrato de Fideicomiso. En esencia, el Gestor preparó y negoció los contratos, convenios y demás actos requeridos para el correcto cumplimiento de los fines del Fideicomiso y recomendó los términos y condiciones de la Inversión en Deuda.
 - El Gestor cuenta con un Comité de Crédito, el cual resolvió de manera autónoma la recomendación al Fiduciario de efectuar la Inversión en Deuda, informando al Comité de Vigilancia de su decisión.
 - El Gestor cuenta con un Comité de Calificación de Cartera encargado de realizar la evaluación interna de la Inversión en Deuda conforme se establece en el Contrato de Fideicomiso.
 - El Fideicomiso cuenta con un Comité de Vigilancia encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones a cargo del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés. Está integrado por hasta un máximo de cinco miembros. Con la información presentada por el Gestor, el Comité de Vigilancia aprobó la Inversión en Deuda del Fideicomiso.
 - El Fiduciario es, en última instancia, el responsable de la gestión del Fideicomiso, para lo cual examina las recomendaciones recibidas del Gestor, realizando su propia evaluación. Para ello, el Fiduciario constituyó un Comité de Evaluación de Inversiones, el cual es su órgano interno encargado de realizar el análisis de la Inversión en Deuda recomendada por el Gestor y tomar las decisiones que al respecto han sido asignadas al Fiduciario por el Contrato de Fideicomiso. En caso de discrepancia con la recomendación del Gestor, la cuestión será dirimida en el Comité de Vigilancia.

- Con los Activos del Fideicomiso o los Fondos Líquidos el Fiduciario no podrá contraer ningún tipo de deuda o endeudarse cualquiera sea la forma con el patrimonio fiduciario. No obstante, el Fideicomiso podrá endeudarse para cubrir necesidades temporales de tesorería, causadas únicamente por (i) demoras en el cumplimiento de las integraciones de los Valores, o (ii) Gastos del Fideicomiso que se deberán cubrir con futuras integraciones de Valores. Los montos y plazos de estos endeudamientos se adecuarán a las necesidades temporales de tesorerías causadas por los eventos indicados en los numerales (i) y (ii) anteriores. El Gestor buscará las mejores condiciones que otorgue el mercado para tomar los mencionados endeudamientos por parte del Fiduciario.
- El manejo de los fondos, la emisión de los Valores, la rendición de cuentas hacia los Beneficiarios, así como la contabilidad del Fideicomiso, son responsabilidad propia e indelegable del Fiduciario.
- El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 20 años a contar desde la firma del Contrato de Fideicomiso, el cual podrá ser prorrogado por decisión de una mayoría del 75% de Titulares con derecho a voto.
- Ocurrida la extinción del Fideicomiso y una vez cancelados todos los Gastos del Fideicomiso, el Fiduciario procederá a transferir a los Titulares los fondos remanentes que pudieran existir en el Fideicomiso.

4. Información analizada

La información analizada para esta actualización fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios de RAFISA al 30/6/2020.
- Estados contables con revisión informe de revisión limitada del Fideicomiso al 30 de junio de 2020 y con informe de compilación al 30 de setiembre de 2020.
- Información referida al Gestor
- Información de avance de obra en el proyecto PPP.
- Constancias de informes regulares de los distintos órganos de gobernanza del fideicomiso, entre ellos los informes de crédito de CAFAMU y los informes trimestrales de avance del Fideicomiso de CAFAMU al Fiduciario.
- Documentación de respaldo de operaciones de inversión en deuda (contratos, garantías, modelos financieros), sobre las que CARE emitió un dictamen de no objeción.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

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

2. El análisis jurídico

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

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

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

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser registrados y tener acceso al mercado secundario en el mercado de valores uruguayo. Por este motivo, el instrumento comparte las limitaciones habituales del mercado de capitales uruguayo. *El riesgo es medio-bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante **RAFISA** o la **Fiduciaria**) en su condición de Agente de Pago, Emisora y Fiduciaria del Fideicomiso Financiero y CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A. (en adelante **CAFAMU** o **Gestor**) en su calidad de Gestor. También es relevante considerar la presencia de CAF Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), no sólo como propietario final del patrimonio de CAFAMU, sino también por la incorporación de su experiencia en el financiamiento de obras de infraestructura.

La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC intermedios al cierre del 30/06/2020 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 724.889. Esto supone un incremento algo superior al 3 % respecto al que tenía al 31/12/2019. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Activo	808.616	810.023	705.262
Activo Corriente	239.169	224.515	261.447
Activo no Corriente	569.448	585.508	443.815
Pasivo	83.727	107.260	120.097
Pasivo Corriente	66.810	90.321	101.326
Pasivo no Corriente	16.917	16.940	18.772
Patrimonio	724.889	702.762	585.164
Pasivo y Patrimonio	808.616	810.023	705.262
Razón Corriente	3,58	2,49	2,58

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre intermedio de junio 2020, la firma sigue mostrando resultados positivos. En este periodo se produce una caída de los resultados operativos con relación al mismo periodo

del ejercicio anterior, la que se ve ampliamente compensada por el incremento de los resultados financieros.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a junio de 2020 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-20	30-Jun-19	31-Dec-19
Ingresos Operativos	129.301	142.614	270.520
Gastos de Adm y Ventas	(108.249)	(96.383)	(204.701)
Resultado Operativo	21.053	46.231	65.820
Resultados Diversos	-	120	245
Resultados Financieros	61.394	36.115	65.260
IRAE	(15.394)	(20.228)	(28.376)
Resultados del periodo	67.053	62.238	102.948

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy elevados⁸.

Al 30 de junio de 2020, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

El Gestor

CAFAMU (el "Gestor") es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay, íntegramente de propiedad y subsidiaria de CAF Asset Management Corp. ("CAF-AM"). Por su parte CAF-AM es sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República de Panamá, subsidiaria íntegramente de propiedad de 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, 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.

⁸. En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

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

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

La estructura de administración se mantiene en lo esencial según ya se comentó en la calificación original. Se mantienen las funciones principales, esto es: el Gerente General es Fabián Ibarburu y el Gerente de Riesgo es Javier Liberman, ambos profesionales de probada trayectoria.

En lo que refiere a su situación económica y financiera, CARE tuvo a la vista los estados contables de la firma al 30/9/19, de la misma no surge nada que permita suponer algún riesgo en su funcionamiento.

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

El Fideicomiso⁹

Con fecha 2/4/19 se firmó el contrato entre RAFISA (Fiduciario); CAF-AM (Gestor) y BEVSA en calidad de Entidad Representante de los Fideicomitentes. Este contrato fue posteriormente modificado en dos oportunidades con fechas 21/6/19 y 5/8/19. El BCU, con fecha 11/9/19, autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores según comunicado No. 2019/208.

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

En los cuadros siguientes se exponen, resumidamente, los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30/9/20.

⁹. En Nota 8 a los EECC y en relación a la emergencia sanitaria, se manifiesta que se estima que la misma no tendrá un impacto significativo en el Fideicomiso dado que los desembolsos realizados se encuentran asociados a avances de obra certificados. Adicionalmente, el cumplimiento de las obras cuenta con garantías líquidas por porciones significativas del precio total de la obra, así como en el caso del compromiso de los promotores de aportación pendiente de fondos propios.

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

Concepto	30-Sep-20	31-Dec-19
Activo	1.442.721	463.898
Activo Corriente	55.522	51.792
Activo no Corriente	1.387.200	412.106
Pasivo	109.712	27.408
Pasivo Corriente	38.871	1.099
Pasivo no Corriente	70.841	26.309
Patrimonio	1.333.009	436.490
Pasivo y Patrimonio	1.442.721	463.898
Razón Corriente	1,43	47,13

Fuente: EE.CC Fideicomiso

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

Concepto	30-Sep-20	31-Dec-19
Intereses ganados	53.312	4.943
Diferencia de Cambio	64.508	3.804
Efecto pérdidas créditos	(4.351)	(2.003)
Comisiones y similares	(7.600)	-
Margen financiero bruto	105.869	6.744
Gastos de administración	(29.585)	(8.433)
Resultados financieros	177	1.285
Resultados del periodo	76.461	(404)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En anteriores actualizaciones ya se había dado cuenta que el 25/9/19 CARE emitió nota de no objeción a la participación del Fideicomiso en el proyecto de construcción, rehabilitación y mantenimiento de la infraestructura vial y desvíos del tramo ferroviario Puerto de Montevideo – Estación Paso de los Toros, que tiene un costo estimado de U\$D 1.100 millones.

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

Al cierre del periodo informado (30/9/20) se habían integrado un total acumulado de algo más de UI 360 millones, deducida la previsión por rescates resulta una disponibilidad neta de 345 millones. Es decir, a la fecha de redactar este informe, el monto suscripto y no integrado, asciende a, aproximadamente, UI 2.640 millones.

Los desembolsos del periodo de enero a setiembre de 2020 ascendieron a UI 215.8 millones y se generaron fondos netos distribuibles por casi \$ 90 millones que se terminaron de abonar en octubre de los corrientes. Esto derivó en un resultado por CP al 30/9/20 de \$ 0,296.

Riesgos considerados

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero CAF AM Ferrocarril Central" (CAF III) es generar rentabilidad para los Titulares a través de una inversión en Deuda Senior realizada por el Fideicomiso en el proyecto ferroviario mencionado. En consecuencia, esa Inversión en Deuda es el principal bien fideicomitado.

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

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

Es importante recordar que la estructura de la operación prevé la presencia de un contrato de Ingeniería y Construcción (EPC), por el cual el contratista constructor asume los riesgos de diseño y construcción, entre otros relacionados con la obra, que no sean atribuidos a la autoridad contratante o a situación de fuerza mayor. Si bien el contratista constructor es una sociedad cuyos componentes son los mismos y en las mismas proporciones del consorcio Grupo Vía Central, la separación de estas responsabilidades ofrece la posibilidad de mitigar el riesgo crediticio en la fase de construcción. En otras palabras, las consecuencias económicas de desvíos en los costos y tiempos de construcción se resuelven entre Grupo Vía Central y el contratista EPC, con las garantías que éste aporte para el cumplimiento del contrato de construcción.

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

Al mes de agosto de 2020 el grado de avance de las obras era del 24%, frente a un 37% planificado. Pero de mayor atención aún es la situación de retraso planteada con respecto a la entrega por parte de la autoridad contratante de la faja ferroviaria con las expropiaciones correspondientes. El desvío entre las expropiaciones requeridas y las originalmente planteadas en el Proyecto tiene una relación de al menos tres a uno, generando situaciones problemáticas en cuanto al trazado en zonas urbanas y suburbanas, especialmente en torno a los accesos a Montevideo. La escala de este desvío ha provocado retrasos de

hasta ocho meses en el calendario de incorporación de terrenos expropiados a la faja ferroviaria y el correspondiente inicio de obras.

Al problema de las expropiaciones se suma otro considerable error de estimación en el movimiento de tierras (las condiciones del suelo en diversos puntos del trazado son inadecuadas para la velocidad prevista de funcionamiento del tren). La responsabilidad sobre los mayores costos asociados a esta situación es un elemento de discusión con la autoridad contratante. La estructura contractual blinda, en principio, a la relación financiera entre el Fideicomiso y Grupo Vía Central de este evento, quedando en un mayor costo a ser asumido por la autoridad contratante, el contratista EPC o ambos. Pero debe tenerse presente que la magnitud del desvío es tal que absorbe una porción significativa de las garantías de terceros al cumplimiento del contrato EPC.

Al momento de elaboración de este informe, la autoridad contratante y el consorcio adjudicatario estaban en negociaciones sobre los puntos mencionados. CARE efectuó simulaciones sobre la base del modelo económico original, encontrando que aún cuando los mayores costos sean asumidos por los promotores (en su condición de contratistas EPC), no se vería comprometida la solvencia del proyecto al punto de poner en riesgo el normal cumplimiento de las obligaciones financieras asumidas con los deudores senior. Sin embargo, se produce una presión de liquidez en el período de construcción, que los promotores deberían compensar con fuentes de financiamiento adicionales.

Las garantías líquidas ofrecidas para el cumplimiento del contrato de construcción deberían bastar para atender los compromisos financieros durante el período de construcción. En la medida que las negociaciones entre la autoridad y los promotores culminen con un acuerdo que recomponga la ecuación económica de la concesión, la etapa de construcción debería transcurrir sin mayores novedades, más allá de los atrasos incurridos. Volvemos a destacar en este punto la importancia estratégica que tiene este proyecto en el marco de la inversión en Uruguay de la tercera planta de celulosa.

Proyecciones financieras

El 21 de octubre de 2019 el FF CAF III acordó un financiamiento máximo en calidad de deuda senior de UI 2.700 millones. El plazo del financiamiento es de 17 años, con un período de gracia de 38 meses que originalmente cubría el período de construcción. Ese lapso era seguido, a partir del mes 42 contado desde el cierre financiero de la operación, por cincuenta y cuatro pagos trimestrales. Nuestra estimación de la rentabilidad para los inversores en los certificados de participación es del 5,7%.

1. Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos, que supone la no existencia de proyectos a financiar y la volatilidad en los ingresos, especialmente por fallas en la construcción y mantenimiento de la obra pública. En el caso de este fideicomiso, que se constituye con un objetivo específico de financiamiento que ya se ha concretado, la principal fuente de incertidumbre está en la evolución sin contratiempos de la obra. Los problemas descritos en cuanto a las dificultades de la autoridad contratante para poner a disposición del promotor el territorio comprendido en la faja ferroviaria, sumado a un significativo sobrecosto del movimiento de tierras cuya responsabilidad puede ser objeto de controversia y está en trámite de negociación, han elevado el riesgo constructivo dentro de este componente a *medio-alto*. Por su incidencia en el total, y teniendo en cuenta otros factores mitigantes, el riesgo global de este componente se mantuvo, de todas formas, en *medio-medio bajo*.

Riesgo de descalce de moneda; los CPs y la inversión en deuda están denominados en UI. Sin embargo, los ingresos del adjudicatario tendrán componentes en UI y dólares. Vista en su conjunto, la estructura de financiamiento parece ofrecer una razonable cobertura, por lo que se considera que este *riesgo es bajo*.

V. EL ENTORNO

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

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

El primero tenía que ver con la capacidad del Fideicomiso Financiero de cumplir con su objetivo, es decir, materializar la operación de financiamiento al proyecto ferroviario Ferrocarril Central. Eso ya se ha concretado.

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

En la situación actual, donde el uso de la herramienta de los contratos PPP es incipiente y todavía no hay prácticamente obligaciones financieras para el Estado, este factor de riesgo está totalmente dominado por el mencionado en primer término, es decir, la concreción de la operación de préstamo al adjudicatario del proyecto PPP Ferrocarril Central. Pero a medida que los recursos de los distintos Fideicomisos comienzan a canalizarse a inversiones en Deuda, el análisis de riesgo de CARE pondrá más énfasis en la disponibilidad de recursos presupuestales para atender las obligaciones financieras del Estado en las PPP, en particular, y en la evolución de las finanzas públicas y la tradicional voluntad de pago del Estado uruguayo, en general.

A esto se suma que la situación de emergencia sanitaria generada por la pandemia ha significado un importante costo para la economía, el que ha requerido medidas compensatorias por parte del Estado, además de la natural

repercusión sobre los estabilizadores automáticos en los ingresos y el gasto. Esto ha tensionado aún más la difícil situación fiscal y se suma a una situación económica que, antes de la pandemia, ya mostraba signos de estancamiento. De todos modos, el perfil de la deuda pública uruguaya y la facilidad de acceso a los mercados de capitales, así como la disponibilidad de recursos extraordinarios de los organismos multilaterales de crédito, todavía le dan capacidad de resistencia a la economía uruguaya y sus finanzas públicas.

Riesgos considerados

Riesgo político; refiere a que la Administración genere un cambio en las reglas de juego que afecte al flujo esperado de recursos del fideicomiso. Entendemos que la situación actual de negociaciones con la empresa adjudicataria del contrato PPP ya está contemplada en el factor de riesgo analizado en el punto anterior y que no se condice con una situación de riesgo político. Por lo tanto, seguimos pensando 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 medio*.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)¹⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de Grado Inversor: Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Julio de Brun



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹⁰. **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.**