

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

*Montevideo, abril de 2023*

---

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
15	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
17	V EL ENTORNO
19	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**CALIFICACIÓN DE RIESGO C.Ps. FIDEICOMISO FINANCIERO CAF-AM FERROCARRIL  
CENTRAL  
27 - abril - 2023**

<b>Plazo:</b>	20 años
<b>Fiduciario:</b>	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)
<b>Monto:</b>	equivalente en pesos uruguayos de hasta 3 mil millones de UI
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inversión en Deuda Senior en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central realizada por el Fideicomiso.
<b>Asesor Legal:</b>	Guyer & Regules
<b>Fideicomitentes y Beneficiarios:</b>	Suscriptores iniciales de los CP's
<b>Gestor:</b>	"CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A."
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Entidad Registrante:</b>	BEVSA
<b>Administración y pago:</b>	RAFISA
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE
<b>Vigencia:</b>	30 de noviembre de 2023.
<b>Comité de Calificación:</b>	Ec. Julio de Brun, Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán
<b>Calificación de riesgo:</b>	BBB uy
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

## 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" (FFFC), manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.***

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

- 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.
- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- El Gestor ha ido acumulando experiencia en el financiamiento de proyectos de infraestructura en Uruguay, beneficiándose de los antecedentes profesionales de los integrantes de su staff y la vinculación que tiene con la CAF Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), tanto organizacional como con el compromiso de ésta de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero.
- El 29 de setiembre de 2021 se firmó la modificación del contrato PPP entre el promotor del proyecto, Grupo Vía Central (GVC), y la Administración Contratante, Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO). La complejidad de las obras y demoras por distintos factores han generado nuevos desvíos respecto de lo programado. Todavía se estima que la obra terminará en los plazos acordados, en la medida que se están utilizando los derechos de prórroga a favor del contratista cuando las demoras no le son atribuibles.
- La inversión cuenta con financiamiento proveniente de este fideicomiso por un estimado a UI 2.700 millones (equivalentes a USD 377 millones al 31 de diciembre de 2022)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Las estimaciones de este informe se hacen con la cotización de la unidad indexada y del dólar interbancario al 31 de diciembre de 2022, que son de \$ 5,6023 y \$ 40,071, respectivamente

## 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” (FFFC).

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.

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 con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales<sup>2</sup>. Éstos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://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 y hechos salientes del período

El “Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central” (FFFC), 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 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

<sup>2</sup> Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros”

creación de CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAFAMU)<sup>3</sup>. 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 FFFC 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<sup>4</sup>).

El 21 de octubre de 2019 se firmó el contrato de préstamo entre el FFFC 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.

El 29 de setiembre de 2021 se firmó la modificación del contrato PPP entre el promotor del proyecto, Grupo Vía Central (GVC), y la Administración Contratante, Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO), cuyo impacto fue analizado en la actualización de la calificación correspondiente a noviembre de 2021. En noviembre de 2022 los acreedores senior del proyecto manifestaron su no objeción a la solicitud de Grupo Vía Central de extender por dos meses la Fecha Programada de Operación Comercial, llevándola al 24 de julio de 2023 (haciendo uso de las previsiones contenidas en el contrato PPP).

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

<sup>3</sup>. 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.

<sup>4</sup>. El mismo que otorgó beneficios fiscales para el CAF II.

<sup>5</sup>. 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).

### 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)<sup>5</sup>.
- Por "inversiones en deuda" se entiende el otorgamiento de Deuda Senior al Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central.
- 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.
- Ocurred 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 de RAFISA al 31 de diciembre de 2022.
- Estados contables del Fideicomiso con informe de auditoría, al 31 de diciembre de 2022.
- 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.

## 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

### 1. Descripción general

<b>Denominación</b>	Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central
<b>Fiduciario</b>	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)
<b>Gestor</b>	CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAF-AM o CAFAMU)
<b>Títulos por Emitir</b>	Certificados de Participación (CPs)
<b>Activos del Fideicomiso</b>	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.
<b>Moneda</b>	Pesos Uruguayos, expresados en Unidades Indexadas (UI)
<b>Monto de la Emisión</b>	UI 3.000.000.000, con un mínimo de UI 1.650.000.000
<b>Distribuciones</b>	Trimestrales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
<b>Calificadora de Riesgo</b>	CARE Calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo</b>	BBB (uy)

### 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico efectuado 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. A diferencia de lo ocurrido con los Fideicomisos Financieros CAF I y II, el Ferrocarril Central prevé la existencia de un tramo minorista por un total del 40% del capital suscrito. Sin embargo, pese a ello, el instrumento sigue compartiendo 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 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 República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

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

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

Según EE.CC al cierre del año 2022 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 853.7 millones. Esto supone un ligero incremento respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-22</b>	<b>31-Dec-21</b>	<b>31-Dec-20</b>
<b>Activo</b>	<b>948.196</b>	<b>951.963</b>	<b>869.245</b>
Activo Corriente	134.716	204.024	199.937
Activo no Corriente	813.480	747.939	669.308
<b>Pasivo</b>	<b>94.486</b>	<b>112.214</b>	<b>95.385</b>
Pasivo Corriente	62.770	84.326	73.727
Pasivo no Corriente	31.716	27.888	21.658
<b>Patrimonio</b>	<b>853.709</b>	<b>839.748</b>	<b>773.859</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>948.196</b>	<b>951.963</b>	<b>869.245</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,15</b>	<b>2,42</b>	<b>2,71</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del año mencionado la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente, aunque en este caso, menores respecto al mismo periodo del año anterior.

<b>Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-22</b>	<b>31-Dec-21</b>	<b>31-Dec-20</b>
Ingresos Operativos	414.489	379.359	291.254
Gastos de Adm y Ventas	(263.619)	(245.387)	(223.491)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>150.870</b>	<b>133.973</b>	<b>67.763</b>
Resultados Diversos	-	-	171
Resultados Financieros	(23.855)	10.559	78.752
IRAE	(21.960)	(30.311)	(30.869)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>105.055</b>	<b>114.221</b>	<b>115.817</b>
Otro resultado integral	(402)	8.071	279
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>104.653</b>	<b>122.292</b>	<b>116.096</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 31 de diciembre de 2022, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

## El Gestor

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

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

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

El directorio de la Sociedad, según consta en acta de fecha de 11 de octubre de 2016, resolvió modificar la fecha de cierre de ejercicio económico del 31 de diciembre al 30 de setiembre de cada año. CARE tuvo a la vista los estados contables de la firma al 30/9/22, último cerrado y auditado, del mismo no surge nada que permita suponer algún riesgo en su funcionamiento.

Refuerza la actuación de la empresa gestora, el diseño de gobierno corporativo ampliamente comentado en actualizaciones anteriores y que ya fuera utilizado satisfactoriamente en la concreción de los primeros proyectos de inversión.

## El Fideicomiso

Con fecha 2/4/2019 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 21/6/2019 y 5/8/2019.

El BCU con fecha 11/9/2019 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, en CP's autorizado a emitir es UI 3.000 millones. Estos fueron suscriptos por los inversores el 30/9/2019.

En los cuadros siguientes se exponen, resumidamente, los estados de situación y resultados del Fideicomiso al 31/12/2022.

<b>Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso(miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-22</b>	<b>31-Dec-21</b>	<b>31-Dec-20</b>
<b>Activo</b>	<b>12.565.670</b>	<b>6.411.780</b>	<b>1.439.661</b>
Activo Corriente	1.136.783	120.766	53.636
Activo no Corriente	11.428.887	6.291.014	1.386.025
<b>Pasivo</b>	<b>982.274</b>	<b>395.720</b>	<b>112.509</b>
Pasivo Corriente	982.274	89.978	39.477
Pasivo no Corriente	-	305.741	73.032
<b>Patrimonio</b>	<b>11.583.395</b>	<b>6.016.060</b>	<b>1.327.153</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>12.565.670</b>	<b>6.411.780</b>	<b>1.439.661</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,16</b>	<b>1,34</b>	<b>1,36</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

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

Concepto	31-Dec-22	31-Dec-21	31-Dec-20
Intereses ganados	594.865	242.439	79.330
Diferencia de Cambio y UI	678.689	254.505	85.015
Comisiones y similares	62.716	5.000	(4.338)
<b>Margen financiero bruto</b>	<b>1.336.270</b>	<b>501.944</b>	<b>160.007</b>
Previsión incobrables	(58.106)	(56.730)	(10.098)
<b>Margen financiero neto</b>	<b>1.278.164</b>	<b>445.213</b>	<b>149.909</b>
Gastos de administración	(48.256)	(46.048)	(40.746)
Resultados financieros	2.488	398	230
Otros	1.690	-	-
<b>Resultados del periodo</b>	<b>1.234.086</b>	<b>399.563</b>	<b>109.393</b>
<b>Resultado por CP</b>	<b>0,687</b>	<b>0,501</b>	<b>0,385</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Al cierre del ejercicio informado, el saldo neto (deducida la previsión por rescates anticipados) acumulado de integraciones recibidas era de UI 2.162.6 millones. Al tener los beneficiarios la opción de rescate anticipado, contablemente se crea una previsión cubriendo esta contingencia (pasivo) que, a la misma fecha, era de unos UI 143.8 millones, por lo que el saldo de emisión bruta acumulada al 31/12/2022 era de UI 2.306.4 millones. En consecuencia, el saldo suscrito y pendiente de integración asciende a UI 693.6 millones que se irá integrando a demanda del Fideicomiso.

Los desembolsos del último año por concepto de préstamos ascendieron a UI 989.9 millones; el saldo contable al cierre, de capital e intereses devengados a cobrar era de UI 2.230 millones. En el periodo se cobraron UI 105.5 millones, exclusivamente por concepto de intereses ya que los cobros por amortización de capital prestado comienzan en el corriente año 2023. De acuerdo al cronograma previsto, en 2023 se espera cobrar UI 148.7 millones por concepto de amortización de capital y UI 151 millones por concepto de intereses.

Los Fondos Netos Distribuibles generados en el periodo fueron de \$ 579.6 millones los que se terminaron de pagar en el mes de enero de 2023, es decir luego de cerrado el ejercicio 2022.

### 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" (FFFC) 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 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.

Según la última información disponible a la fecha de este informe, el grado de avance de las obras era del 93,91%, frente a un 99,95% planificado. Los acreedores senior de este proyecto<sup>6</sup> aprobaron la solicitud de Grupo Vía Central de prorrogar a julio de 2023 la fecha de puesta en servicio de la obra (situación contemplada en el contrato PPP).

Al 31 de marzo de 2023 se habían efectuado desembolsos, por parte del FFFC, por unos UI 2.394 millones.

### Proyecciones financieras

El 21 de octubre de 2019 el FFFC 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 4,60%. Este rendimiento se

<sup>6</sup>. Además de este Fideicomiso Financiero, esta categoría incluye a la CAF y a BID Invest.

puede considerar apropiado al compararlo con una curva de rendimientos soberana en UI que al 30 de diciembre mostraba rendimientos de 3,5461% a 10 años, 3,6428% a 15 y 3,6826% a 20. Estos valores no han tenido cambios significativos durante el último trimestre de 2022.

De todos modos, la nota de calificación refleja la existencia de riesgos importantes de cumplimiento de la obra en los plazos y montos previstos, dada la complejidad de la inversión y su articulación con el resto de la infraestructura de transporte en diversos puntos del trazado, especialmente en Montevideo.

### 1. Riesgos considerados

**Riesgo de generación de flujos**, que supone en este caso la volatilidad en los ingresos, especialmente por fallas en la construcción y mantenimiento de la obra pública. En el caso de este fideicomiso, 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 sobre costo del movimiento de tierras, introdujeron un factor de riesgo que la reciente modificación contractual ha mitigado. Por lo tanto, seguimos atribuyendo a este componente un *riesgo medio-bajo*.

**Riesgo de descalce de moneda**; los CPs van a estar denominados en UI y, presumiblemente, la inversión en deuda se efectuará en la misma unidad de cuenta. 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, habiéndose aplicado en forma significativa los recursos del Fideicomiso a inversiones en Deuda, el análisis de entorno se focaliza en la capacidad del Estado, como contratista, de hacer frente a las obligaciones financieras que emergen de los contratos PPP.

Si bien el instrumento de la PPP aparece como una fuente de financiamiento idónea para la inversión pública considerada estratégica en condiciones de estrechez fiscal, la firma de estos contratos introduce compromisos financieros para el Estado que se suman a la ya notable rigidez del gasto público en Uruguay, derivado del peso de las obligaciones salariales, previsionales y de servicios de la deuda pública. En otros términos, la firma de contratos PPP transforma un gasto en inversión en el que la Administración tiene un alto grado de discreción para acomodar según sus necesidades financieras, en un gasto corriente altamente rígido vinculado a obligaciones contractuales.

Durante el actual quinquenio 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. Sin embargo, la recuperación de la economía ha estado en línea con la observada en otros países, viéndose favorecida también por los estímulos monetarios y fiscales realizados en el resto del mundo, que han impactado favorablemente en los precios de diversos productos de exportación.

Por ello, la coyuntura actual, combinada con 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 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 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)<sup>7</sup> 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



Julio de Brun

<sup>7</sup> **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.**