

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

Montevideo, noviembre de 2025

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
19 - noviembre - 2025**

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:	30 de abril de 2026.
Comité de Calificación:	Ec. Julio de Brun, Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán
Calificación de riesgo:	BBB uy
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros ¹

¹. Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "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.
- En junio de 2025, el promotor del proyecto, Grupo Vía Central (GVC) y la Autoridad Contratante, Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOP), firmaron la tercera Addenda al contrato PPP, poniendo fin a las diferencias que habían llevado a la primera a manifestar su intención de iniciar un proceso arbitral, en reclamo de pagos por servicios prestados desde diciembre de 2023. A la fecha de este informe, los pagos acordados en dicha Addenda ya fueron efectivizados por la Autoridad Contratante, así como los pagos por disponibilidad (PPD) correspondientes al segundo trimestre de 2025. Por su parte, GVC está en proceso de subsanar diversos defectos en la construcción.
- La inversión cuenta con financiamiento proveniente de este fideicomiso por un estimado a UI 2.828 millones, cifra que incluye los desembolsos del financiamiento original (Tramo A) y el desembolso del financiamiento adicional (Tramo B). Este último se otorgó en setiembre de 2024 contra los recursos adicionales al proyecto previstos en la "Segunda Addenda".
- Más allá de variantes contractuales, el involucramiento del sector privado en obras de infraestructura en Uruguay tiene una larga tradición. En ese sentido, no hay riesgo político asociado a estas iniciativas. La Ley de Presupuesto actualmente bajo discusión parlamentaria prevé recursos suficientes para los compromisos asumidos por el Estado con respecto a los contratos de Participación Pública-Privada (PPP)

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 ni 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 manuales². 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 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 creación de CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAFAMU)³. Dicha entidad aporta la experiencia de CAF y de su propio staff técnico en la selección, análisis y recomendación de inversiones en

². Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros”.

³. 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.

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.

A partir de octubre de 2025, asumió Laura Berkman como administrador clave en CAF-AM en sustitución de Javier Liberman.

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 2018⁴).

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 (MTOP), cuyo impacto fue analizado en la actualización de la calificación correspondiente a noviembre de 2021. Sin embargo, complejidades de diversa naturaleza, originadas en el estudio de ingeniería original y en modificaciones solicitadas por la Autoridad Contratante, han ocasionado sucesivos atrasos en la fecha de entrega de las obras y su costo.

En ese contexto se inició un proceso de mediación con el fin de encontrar una solución amistosa a las controversias surgidas en el marco del Contrato PPP que vincula a GVC con MTOP. Dichas negociaciones dieron lugar a que el 26 de febrero de 2024 se suscribiera una segunda modificación del contrato de PPP, por el cual se estableció una nueva fecha de terminación de obras accesorias (24 de diciembre de 2023 para obras principales y mayo de 2024, para obras accesorias) y un régimen de compensación económica del proyecto, que incluyó una serie de pagos por disponibilidad compensatorios sujetos al cumplimiento de hitos de obra ("Segunda Addenda PPP").

Los pagos adicionales previstos en esa Addenda ascendieron a USD 271 millones. Contra esos recursos adicionales, los acreedores senior del Proyecto Ferrocarril Central autorizaron en setiembre de 2024 una ampliación de las líneas de financiamiento. En el caso del Fideicomiso CAF FFCC, la solicitud de nuevo financiamiento fue por un monto de 303,6 millones de unidades indexadas. Dicho financiamiento adicional se desembolsó el 30 de setiembre de 2024. CARE emitió un informe de no objeción para este financiamiento adicional el 2 de setiembre de 2024.

El 9 de agosto de 2024 se otorgó por parte del Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOP) el acta de puesta en servicio, con observaciones, que junto con observaciones posteriores están todavía en proceso de ser levantadas.

Pese a estar en negociación una tercera Addenda al contrato PPP, GVC notificó al MTOP el 21 de febrero de 2025 su intención de iniciar un proceso arbitral en reclamo de los pagos por los servicios prestados desde diciembre de 2023. De esta situación se dio cuenta a la opinión pública, además, mediante un comunicado de prensa emitido el 24 de febrero. En el transcurso de 2025 se efectuaron negociaciones entre GVC y la Autoridad contratante, que dieron lugar a que el 17 de junio de 2025 se firmara la tercera Addenda al contrato PPP. En virtud de dicho acuerdo, la Autoridad Contratante se compromete a pagar:

³. El mismo que otorgó beneficios fiscales para el CAF II.

- Por las prestaciones de GVC realizadas entre diciembre de 2023 y la fecha del acta de puesta en servicio (agosto de 2024), la suma de USD 56 millones. Esta cifra está sujeta a la evaluación de un tercero independiente designado en setiembre de 2025, por lo que puede ser ajustada a favor de cualquiera de las partes.
- Por el período agosto de 2024 a marzo de 2025, se acordó una cifra de USD 84 millones, equivalente al 80% de los pagos por disponibilidad correspondientes.
- Los costos financieros asociados a los montos antes indicados.

A la fecha de este informe, los montos mencionados ya fueron abonados por la Autoridad Pública Contratante, recomponiendo así la ecuación financiera del operador y el responsable del contrato EPC, que hasta el momento habían continuado con las obras y cumplido con los servicios de deuda en las condiciones acordadas. También se había realizado, aunque en un porcentaje del 91,25% por deducciones aplicadas, el pago por disponibilidad correspondiente al segundo trimestre de 2025.

De esta manera, la controvertida evolución de la obra y los pagos asociados parece encaminarse, aunque no exenta aún de ciertos tropiezos. Existe un conjunto pendiente de observaciones que el operador debe subsanar, además del hecho de que diversos inconvenientes, fundamentalmente administrativos, dieron lugar a una deducción significativa del pago por disponibilidad del segundo trimestre.

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

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)⁵.
- 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.

⁵. 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).

- 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.
- Ocurre 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 de junio de 2025.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio y al 30 de setiembre de 2025, con informe de revisión y de compilación, respectivamente.
- Información referida al Gestor.
- Información de avance de obra en el proyecto PPP y de cumplimiento de niveles de servicio.
- Constancias de informes regulares de los distintos órganos de gobernanza del fideicomiso, entre ellos los informes de crédito de CAFAMU y los informes trimestrales de avance del Fideicomiso de CAFAMU al Fiduciario.

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	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 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 intermedios al cierre del primer semestre de 2025 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 1.071 millones. Esto supone un nuevo 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 a la fecha indicada y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Activo Corriente	171.045	185.025	154.257
Activo no Corriente	1.009.035	999.946	887.931
Pasivo	108.903	131.997	107.225
Pasivo Corriente	73.962	100.178	76.809
Pasivo no Corriente	34.941	31.818	30.416
Patrimonio	1.071.178	1.052.974	934.963
Pasivo y Patrimonio	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Razón Corriente	2,31	1,85	2,01

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del semestre finalizado en junio 2025, la firma sigue mostrando resultados positivos, tal como se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	30-Jun-24	31-Dec-24
Ingresos Operativos	281.773	264.495	501.792
Costo de los servicios	(106.095)	(98.424)	(220.973)
Resultado Bruto	175.678	166.071	280.818
Gastos administrativos	(63.980)	(61.543)	(112.582)
Resultado Operativo	111.698	104.527	168.237
Resultados financieros	(13.368)	4.011	18.827
Resultados antes de IRAE	98.329	108.538	187.064
IRAE	(16.186)	(15.793)	(29.174)
Resultado del Ejercicio	82.143	92.746	157.890
Ajustes integrales	61	61	(364)
Resultado integral del periodo	82.204	92.806	157.526

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2025, 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

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

La estructura de administración se mantiene en lo esencial según se comentara en ocasión de la calificación original por lo que no es necesario reiterarla; sin embargo, con fecha 30/10/2025 el Gestor comunica al Fiduciario que la **Dra. Laura Berkman⁶**, Gerente Legal de CAF-AM Uruguay ha sido designada como Administrador Clave en sustitución del **Ec. Javier Liberman**. Sigue siendo Gerente General el Ec. Fabián Ibarburu.

El directorio de la Sociedad, según consta en acta de fecha de 11 de octubre de 2016, resolvió modificar la fecha de cierre de ejercicio económico del 31 de diciembre al 30 de setiembre de cada año. CARE tuvo a la vista los estados contables de la firma al 30/9/2024 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.

Con fecha 13/09/2024 se firmó una adenda al contrato de préstamo con Grupo Vía Central SA reduciendo el monto de financiamiento de UI 2.700 millones a UI 2.524.3 millones. Conjuntamente, debido a sobrecostos del proyecto, se otorgó un capital adicional de UI 303.6 millones totalizando el financiamiento por hasta UI 2.827.9 millones.

⁶ . Ha sido publicado como hecho relevante en el BCU con fecha 31/10/2025.

Otra modificación refiere al plazo; el 20/05/2024 se fijó en hasta 23 años a partir de la firma del contrato ocurrida el 2/04/2019, o sea el nuevo vencimiento se fijó para el 2/04/2042.

En los cuadros siguientes se exponen, resumidamente, los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	15.680.802	15.669.542	13.528.820
Activo Corriente	1.505.859	1.461.828	1.273.831
Activo no Corriente	14.174.943	14.207.714	12.254.989
Pasivo	472.200	472.705	411.904
Pasivo Corriente	472.200	472.705	411.904
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	15.208.602	15.196.837	13.116.916
Pasivo y Patrimonio	15.680.802	15.669.542	13.528.820
Razón Corriente	3,19	3,09	3,09

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Cuadro 4 Estado de Resultados del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	30-Jun-24	31-Dec-24
Intereses ganados	469.228	416.976	861.772
Diferencia de Cambio y UI	483.793	411.178	677.016
Comisiones y similares	32.995	36.024	98.476
Margen financiero bruto	986.016	864.178	1.637.265
Provisión incobrables (*)	731	(883)	(4.659)
Margen financiero neto	986.748	863.295	1.632.606
Gastos de administración	(43.833)	(25.734)	(61.856)
Resultados financieros	5.116	3.642	8.332
Otros	-	-	-
Resultados del periodo	948.031	841.203	1.579.081
Resultado por CP	0,388	0,364	0,666

Fuente: EE.CC Fideicomiso

(*) "efecto de las pérdidas de créditos esperadas"

Al cierre del semestre figuran en el balance un saldo de CP's integrados por \$ 14.894 millones de los cuales se han rescatado \$ 2.330 millones (15.6 %). El saldo contable de préstamos e intereses a cobrar al 30/06/2025 era de UI 2.390 millones.

En el periodo informado no hubo desembolsos por préstamos; en cambio se cobraron UI 153.9 millones de los cuales UI 79.7 fue por concepto de capital y el resto por intereses.

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.

Este aspecto es relevante, porque como se indicó en la Sección I los atrasos en el cumplimiento de las obras y los sobrecostos han sido una constante en este proyecto, lo que ha dado lugar a reiteradas instancias de negociación entre GVC y la Autoridad Contratante en cuanto a las penalizaciones a aplicar y la responsabilidad y atribución de los sobrecostos. Esas eventualidades se reflejaron ya en tres “Addendas” al contrato PPP.

Como ya se indicó en la sección “Antecedentes generales y hechos salientes del período”, la Administración Contratante, o sea, el MTOP y GVC han acordado finalmente la tercera “Addenda” al contrato PPP, lo que parece indicar una etapa de mayor previsibilidad en cuanto a la recaudación de los fondos por parte del operador (y la correspondiente alimentación de las cuentas del fideicomiso), así como la solución de las controversias en cuanto a los problemas en la obra. Existe una lista de observaciones en proceso de ser subsanadas (no culminadas aún) y todavía se han producido inconvenientes que dieron lugar a que los pagos de disponibilidad del segundo trimestre sufrieran una deducción (se abonó el 91,25% del monto previsto).

Por lo tanto, si bien los pagos realizados por el MTOP de acuerdo con la tercera "Addenda" han permitido recuperar los saldos de las cuentas de reserva del Fideicomiso y se sigue cumpliendo normalmente con los servicios de deuda, aún consideramos prematuro aceptar una mejora en el perfil de riesgo de generación de flujos del proyecto.

Al 30 de setiembre de 2025 el FFCC había efectuado desembolsos por el equivalente de 2.828 millones de UI. El saldo a cobrar a esa fecha era de 2.400 millones de UI

Proyecciones financieras

Nuestra estimación de la rentabilidad para los inversores en los certificados de participación es del 4,55%. Este rendimiento se puede considerar apropiado al compararlo con el rendimiento soberano en UI, que para una duración comparable se sitúa en torno al 3,34% anual.

2. 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 diferencias entre la Autoridad Contratante y el consorcio adjudicatario se han mitigado una vez firmada la tercera modificación del contrato PPP, pero las dudas respecto de las potenciales deducciones en los pagos por disponibilidad aún persisten. *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.

En el Proyecto de Ley de Presupuesto que actualmente está a estudio del Parlamento se presentaron las proyecciones de pagos por concepto de proyectos de Participación Pública-Privada. En cumplimiento de lo previsto por la Ley de PPP, los pagos por estos conceptos se mantienen, en el horizonte de proyección, por debajo del 0,7% del PBI. Asimismo, el Proyecto de Ley incorpora otro tope del 0,7% del PBI a los compromisos del Estado en materia de infraestructura asumidos a través de organismos que hasta el momento no se incluían en la definición aplicable para la deuda pública. Esta medida es bienvenida, en la medida que es un paso hacia una definición más comprehensiva del alcance de la deuda pública uruguaya y de la limitación de los compromisos a futuro.

Sin perjuicio de lo anterior, el proyecto de Ley de Presupuesto prevé un aumento en el nivel de deuda pública en los próximos años, cuya evolución seguiremos evaluando con atención, ya que en última instancia la evaluación del riesgo crediticio del Estado es, indirectamente, imprescindible para una adecuada evaluación de los riesgos de las inversiones en deuda de este Fideicomiso.

Más allá de los vaivenes de la coyuntura económica uruguaya, el perfil de la deuda pública soberana y la facilidad de acceso a los mercados de capitales, así como la disponibilidad de recursos extraordinarios de los organismos multilaterales de crédito, sumados a la tradicional voluntad de pago del Estado uruguayo, conforman un panorama de resistencia para los flujos de este Fideicomiso, permitiendo que nuestro análisis se concentre en sus aspectos idiosincráticos.

Riesgos considerados

Riesgo político; refiere a que la Administración genere un cambio en las reglas de juego que afecte al flujo esperado de recursos del fideicomiso. *Se considera que este riesgo es casi nulo.*

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, 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)⁷ 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

⁷. **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.**