

Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay V CAF-AM

Perfil

El Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay V CAF-AM (el "fondo" o "CAF-AM V"), emitirá Certificados de Participación ("CP") por hasta el equivalente de UI 2.000 millones. Los CP fueron suscriptos y la emisión e integración será diferida. La moneda de integración podrá ser en pesos uruguayos o dólares estadounidenses, a solicitud del fiduciario y según lo notificado por el gestor en cada integración.

El producido de la colocación será destinada a inversiones en deuda senior (de mayor preferencia) de proyectos de infraestructura en Uruguay mediante: i) el otorgamiento de deuda senior (la "deuda otorgada"); o ii) la adquisición de deuda senior incurrida por un proyecto de infraestructura para con otros acreedores (la "deuda adquirida").

El período de inversión será de hasta 60 meses desde la suscripción de los CP. CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. ("CAFAMU" o "gestor") tendrá a su cargo la gestión del fondo y la recomendación de potenciales inversiones de acuerdo con los parámetros establecidos en la política de inversión. Los flujos netos provenientes del repago y/o liquidación de las inversiones serán distribuidos a los CP.

Fundamentos de la calificación

Calificación de los CP: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) - "FIX" o la "calificadora" - confirmó la calificación 'BBBfcf(uy)' con perspectiva 'Estable' a los CP emitidos por el fideicomiso CAF-AM V considerando el riesgo crediticio los activos en que se invertirá el producido de la colocación de acuerdo con la política de inversión establecida. La calificadora evaluará cada uno de los proyectos a ser incorporados, no pudiendo ser la calificación promedio ponderada de las inversiones de deuda menor a 'BBB-sf(uy)' a fin de mantener la calificación de los CP. Se considerará si la cartera posee exposición a un determinado proyecto y que el mismo pueda afectar materialmente la calidad crediticia promedio de los CP.

Cartera de proyectos: el 07.03.2024, el fondo adquirió el crédito otorgado por el Banco Santander a Circuito Vial Tres S.A., empresa adjudicataria del proyecto Circuito Vial 3, por un monto de UI 183,1 millones. El préstamo ranque *pari passu* (misma preferencia) con el financiamiento otorgado por CAF I por UI 761 millones. Asimismo, informó que comenzó el análisis del proyecto Arazatí por un monto de hasta UI 1.500 millones. En el Anexo "A" se detalla la cartera de proyectos.

Cartera estática a constituirse: no hay una cartera de proyectos determinada al momento de la suscripción. La concentración por proyecto y por sector, riesgos y mitigantes, participantes, promotores y contrapartes, términos y condiciones de la deuda senior y su calidad crediticia -tanto en forma individual como consolidada de la cartera de proyectos- evolucionará a medida que se vayan realizando las inversiones. El período de inversión es de 5 años desde la suscripción de los CP. La cartera será estática ya que los flujos de fondos provenientes de las inversiones se distribuirán a los CP sin posibilidad de reinversión en nuevos proyectos.

Compromiso de calificación mínima: los CP no podrán perder su condición de instrumento pasible de ser adquirido por las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional ("AFAP") como consecuencia de la inversión en deuda senior de un proyecto o en caso de que los inversores ejecuten la opción de rescate. El proceso de análisis y aprobación de una inversión se considera adecuada. El fideicomiso invertirá en deuda senior pudiendo existir otros cofinanciadore, entre ellos la CAF, pero nunca con mayor preferencia; sin embargo, esta prelación podría darse por distintos plazos de repago de las financiaci, pero nunca con mayor preferencia; sin embargo, esta prelación podría darse por distintos plazos de repago de las financiaci

Informe Integral

Calificación

CP por UI 2.000 millones BBBfcf(uy)

Perspectiva

Estable

Criterios Relacionados

Manual de procedimientos de Calificación de Fondos Cerrados o de Inversión Registrado ante el Banco Central del Uruguay

Informes relacionados

Corporación Andina de Fomento (CAF), enero 10, 2024

Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I (CAF I)

Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM (CAF-AM II)

CAF-AM Ferrocarril Central (CAF-AM FCC)

Analistas

Analista principal

Mauro Chiarini
Director Senior
mauro.chiarini@fixscr.com
+54 11 5235 8140

Analista secundario

Yésica Colman
Director Asociado
yesica.colman@fixscr.com
+54 11 5235 8147

Responsable del sector

María Fernanda López
Senior Director
mariafernanda.lopez@fixscr.com
+54 11 5235 8130

Tabla #1
Resumen de la transacción

Fondo:	Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay V CAF-AM
Fiduciario:	Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN-AFISA)
Gestor:	CAF-AM Administradora de activos - Uruguay S.A. (CAF-AM)
Organizador:	Corporación Andina de Fomento (CAF) ['AA-/Estable/F1+'] por Fitch Ratings
Entidad registrante y representante:	Bolsa de Valores de Montevideo S.A. (BVM)
Títulos emitidos:	Certificados de Participación
Moneda de emisión:	Unidades Indexadas (UI)
Monto de la emisión:	UI 2.000.000.000
Moneda de integración:	Pesos uruguayos y/o dólares estadounidenses
Objetivo de inversión:	Inversiones en deuda senior de proyectos de infraestructura en Uruguay
Periodo de inversión:	Hasta 60 meses desde la suscripción de los CP; finaliza el 04.03.2029
Plazo de fideicomiso:	30 años, prorrogable por la Asamblea de Titulares; vencimiento: 04.03.2054
Distribuciones a los CP:	Trimestralmente. El monto dependerá de los Fondos Netos Distribuibles disponibles
Asesor legal:	Guyer & Regules
Asesor fiscal:	Deloitte
Cotización:	BVM y/o Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
Ley aplicable:	República Oriental del Uruguay
Fuente: Documentos de la emisión	

proyecto. La calificadora considerará este riesgo, al igual que los otros riesgos propios del proyecto, al momento de analizar la calidad crediticia de las inversiones.

Concentración por proyecto: el fondo CAF-AM V podría tener una exposición máxima de hasta un 100% en proyectos de un solo promotor ya que el límite máximo del 50% a un solo promotor, con excepción de las empresas del Estado Uruguayo, es medida considerando en conjunto los fondos gestionados por el gestor, lo que incluye las inversiones en los fondos CAF I, CAF-AM II, CAF-AM FCC y CAF-AM V. El monto mínimo individual de una inversión en deuda podría ser del 21,2% del fondo CAF-AM V, lo que representa un mínimo del 5% de las inversiones en los demás fondos. El monto máximo de proyectos en donde el fondo es el único acreedor no puede superar el 40% y las inversiones en dólares deben tener un máximo del 25%, ambos de la emisión. Los límites podrán ser modificados por una mayoría especial del 75% de los titulares de los CP.

Amplia experiencia, conocimiento, capacidad de análisis, originación y administración de la cartera: el gestor del fondo es CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. una empresa uruguaya propiedad de CAF Asset Management Corp. ("CAF-AM"). El gestor posee bajo administración en Uruguay otros tres fondos por un total de activos de más de UI 7 mil millones (ver informes relacionados). CAF-AM está constituida en Panamá, subsidiaria de la Corporación Andina de Fomento ("CAF"). CAF se encuentra calificada en escala internacional por Fitch como emisor en 'AA-/Estable/F1+'.

El gestor percibirá una comisión variable pagadera por trimestre adelantado. La comisión trimestral se calculará: i) durante el período de inversión, la cuarta parte del 0,25% de los compromisos irrevocables de inversión al cierre del trimestre inmediato anterior; y ii) durante el período de operación: la cuarta parte del 0,50% del valor de la inversión en deuda vigente del fondo al inicio del trimestre. Será calculada en UI y pagadero en pesos.

Estructura de paso ("pass through") y totalmente secuencial ("turbo"): de existir fondos netos distribuibles, la cobranza de la cartera y el rendimiento de las inversiones temporarias, neta de los gastos, tributos y del saldo mínimo de caja, se distribuirá trimestralmente a los CP.

Descalce de monedas y de base de cálculo: se observa un descalce de monedas ya que los CP están denominados en UI mientras que las integraciones se podrán hacer en pesos uruguayos (\$), utilizando la cotización de la UI del día de la integración, o en dólares estadounidenses (USD), utilizando la cotización del tipo de cambio interbancario fondo de los dos días hábiles anteriores a la fecha de integración. El límite de inversiones en dólares es del 25% aunque, FIX estima que el mismo será bajo, producto de la mayor utilización de la UI como moneda a largo plazo. El fondo está expuesto al riesgo de base de cálculo para las UI ("basis risk") por la utilización de esta en fechas distintas para el activo y el pasivo. Dados los pagos trimestrales,

este descalce puede ser de hasta 3 meses; sin embargo, se estima que no será significativo producto de los niveles de inflación de Uruguay y la posibilidad de hacer inversiones temporales en UI. FIX monitoreará los descalces mencionados conjuntamente con el rendimiento de la cartera a fin de evaluar su efecto sobre los flujos esperados de los activos.

Participación de la CAF y control de conflicto de intereses: CAF, en concordancia con sus políticas y procesos internos, podrá cofinanciar (o garantizar a) con el Fondo en los mismos términos en cuanto a plazo, calendario de amortización y orden y prelación, y por un monto mínimo inicial del 10% de la inversión en deuda siendo evaluada. Las decisiones de inversión del fideicomiso y de la participación de la CAF son autónomas e independientes entre sí. El conflicto de intereses se encuentra adecuadamente mitigado. Asimismo, se debe tener en cuenta que la inversión del fideicomiso será en deuda senior, por lo que la CAF, en caso de participar, y ningún otro acreedor podrán tener mayor preferencia en el financiamiento del proyecto.

Diferencial de tasas ("spread"): el fondo se beneficiaría por tener un diferencial de tasa, neto de gastos e impuestos, positivo. Este flujo de fondos adicional serviría para cubrir cualquier incumplimiento de los proyectos en los que se invierte y los descalces de moneda y basis risk mencionados anteriormente. Sin embargo, dado que la cartera del fideicomiso debe constituirse durante el periodo de inversión, no es posible determinar el mismo ni cuantos incumplimientos podría cubrir.

Exención impositiva: el fondo se encuentra exento del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas ("IRAE"), Impuesto al Patrimonio e Impuesto al Valor Agregado ("IVA").

Sensibilidad de la calificación

Durante el período de inversión: la calificación de los CP podrá subir o bajar a medida que se vayan realizando las inversiones en los proyectos de infraestructura como consecuencia de la concentración por proyecto y por sector, riesgos y mitigantes, participantes, promotores y contrapartes, términos y condiciones de la deuda senior y su calidad crediticia, tanto en forma individual como la del promedio ponderado de la cartera. Asimismo, los CP pueden verse afectados en caso de que no se realicen las inversiones en los proyectos y/o que un inversor incumpla con la obligación de integración de fondos.

Finalizado el período de inversión: la calificación de los CP podrá variar dependiendo de la calidad crediticia promedio ponderada de la cartera de créditos, concentración por deudor y por sector, plazo promedio de la cartera, descalce de monedas y de base de cálculo y rendimiento de la cartera y su efecto sobre la capacidad de la cartera de soportar pérdidas sin afectar la devolución del capital integrado de los CP. La renuncia del gestor o deterioro de sus capacidades operativas o modificaciones a los documentos por parte de los titulares de los CP, también pueden afectar la calificación.

Administración del fondo

Gestor y fiduciario experimentados

CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. se desempeña como gestor del fondo. Dentro de sus funciones y responsabilidades tendrá las de: i) designar los miembros del comité de crédito del gestor; ii) identificar potenciales inversiones de acuerdo a los parámetros establecidos en la política de inversión; iii) recomendar los términos y condiciones de las inversiones de deuda que se realicen; iv) estimar y preparar flujos de fondos respecto de los requerimientos de integración, gastos y distribuciones de fondos; v) monitorear y controlar las inversiones de deuda; y vi) la defensa y conservación del patrimonio del fondo.

El gestor percibirá una comisión variable pagadera por trimestre adelantado. La comisión trimestral se calculará: i) durante el período de inversión, la cuarta parte del 0,25% de los compromisos irrevocables de inversión al cierre del trimestre inmediato anterior; y ii) durante el período de operación: la cuarta parte del 0,50% del valor de la inversión en deuda vigente del fondo al inicio del trimestre. Será calculada en UI y pagadero en pesos.

El gestor podrá renunciar o ser removido por las causales contempladas en el contrato de gestión, debiéndose designar a un gestor sustituto.

Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. actúa como fiduciario. Dentro de sus obligaciones se encuentran: i) administrar el patrimonio del fondo de acuerdo a lo estipulado en el contrato de fideicomiso; ii) otorgar poderes, celebrar los contratos, convenios y demás actos requeridos para el objetivo del fideicomiso; iii) abstenerse de gravar los bienes del fideicomiso o tomar cualquier tipo de endeudamiento a nombre del fondo; iv) controlar el cumplimiento por parte del gestor de sus obligaciones para con el fondo; y v) abrir y administrar las cuentas fiduciarias.

El fiduciario constituirá un comité de evaluación de inversiones, el cual será el órgano interno del Fiduciario encargado de realizar el análisis de las inversiones en deuda recomendadas por el gestor y tomar las decisiones que al respecto han sido asignadas al fiduciario por el contrato de Fideicomiso.

De ser aprobada una inversión en deuda, el fiduciario, de acuerdo con las recomendaciones del gestor, suscribirá los documentos necesarios para la implementación y estructuración de la respectiva transacción. El fiduciario será responsable de establecer mecanismos seguros de custodia de todos los documentos originales que respaldan las inversiones en deuda y sus garantías.

Proceso de inversión

El proceso de análisis y aprobación se inicia con el gestor identificando una operación. Las inversiones en deuda serán efectuadas por el fiduciario, de acuerdo con lo que sea negociado y recomendado por el gestor, siguiendo la política de inversión.

El gestor estudiará el proyecto de inversión, los términos y condiciones del financiamiento, validará las proyecciones y realizará la debida diligencia. Finalizado este proceso el gestor evaluará si la inversión es atractiva o no para el fondo, recomendará al fiduciario la inversión o no y las condiciones del otorgamiento de deuda o de la adquisición de esta.

Toda inversión en deuda requerirá su debida documentación legal previa, así como los documentos de financiación, de tal manera que se cumplan todos los términos y condiciones específicos recomendados por el comité de crédito del gestor, por el gestor y las provenientes de terceras partes que intervengan en la respectiva operación, como entidades ambientales o autoridades oficiales. Estará a cargo del gestor la preparación y negociación de los documentos correspondientes, previo a su aprobación y firma por parte del Fideicomiso.

Antes de hacer el primer desembolso bajo una inversión en deuda, el gestor deberá obtener, bien sea de su equipo legal en forma directa o asistido por abogados externos, una opinión legal sobre la documentación respectiva, en la que se incluya la opinión de que: i) la documentación y las obligaciones de las contrapartes allí contenidas son legales, válidas y exigibles; ii) las garantías en caso de corresponder, se han perfeccionado y son válidas y exigibles de acuerdo con sus términos; y iii) se han cumplido las condiciones precedentes documentales o de índole legal para realizar el desembolso correspondiente. Para los desembolsos posteriores, la opinión legal se referirá al cumplimiento de las condiciones precedentes documentales o de índole legal para realizar el desembolso correspondiente. La descripción que se presenta a continuación del contenido de la opinión legal no es exhaustiva ni necesariamente debe incluirse en todos los casos, ya que su contenido estará asociado al tipo de inversión en deuda en cuestión y a los riesgos inherentes a los mismos.

El fiduciario será responsable de establecer mecanismos seguros de custodia de todos los documentos originales que respaldan las inversiones en deuda y sus garantías.

Las normas y procedimientos descritos a continuación son ilustrativos y tienen el propósito de orientar al fiduciario y al gestor para el mejor cumplimiento de sus responsabilidades. En consecuencia, es responsabilidad del fiduciario, del gestor y del comité de crédito del gestor, cuáles de las normas y procedimientos se aplican en cada caso particular o establecer controles adicionales, en caso de considerarlo apropiado. Se podrá modificar los procedimientos que se describen a continuación para la realización de inversiones en deuda. Las modificaciones referidas podrán ser realizadas solamente con el fin de agregar exigencias adicionales a los proyectos de inversión. Toda otra modificación a los procedimientos descritos requerirá la aprobación de la asamblea de titulares.

Recursos del gestor

CAF-AM posee una amplia experiencia, conocimiento, capacidad de análisis, originación y administración de proyectos de inversión. Actualmente posee bajo administración en Uruguay otros tres fondos por un total de activos bajo administración de más de UI 7 mil millones.

Características del fondo y cumplimiento objetivo

Claridad y consistencia de objetivos e inversiones

FIX considera que el fondo presenta una buena claridad y precisión de su objetivo de inversión, tal como se define en el prospecto de emisión.

La política de inversión incluye inversiones en deuda senior (de mayor preferencia) de proyectos de infraestructura en Uruguay mediante: i) el otorgamiento de deuda senior (la "deuda otorgada"); o ii) la adquisición de deuda senior incurrida por un proyecto de infraestructura para con otros acreedores (la "deuda adquirida").

Este tipo de inversión en deuda deberá contar con un análisis legal y de riesgos que analice su prioridad de pago y un acceso a la fuente de pago mediante mecanismos que el gestor estime adecuados.

Una vez acordada la hoja de términos o elaborado el resumen, según corresponda, el gestor presentará a su comité de crédito el análisis de debida diligencia efectuado, las proyecciones financieras, la asignación y los mecanismos de mitigación de riesgos, la hoja de términos acordada o el resumen, según corresponda, junto con su recomendación de efectuar la inversión en deuda.

En caso de ser recomendada la inversión en deuda por el comité de crédito del gestor, el fiduciario (actuando en su calidad de tal), teniendo en cuenta y una vez haya evaluado las recomendaciones del gestor, suscribirá los documentos de financiación que resulten relevantes o pertinentes para la implementación y estructuración de la respectiva transacción, incluyendo, en caso de ser necesario, aquella relacionada con las garantías y cuando a ello haya lugar, cualquier documentación o contrato accesorio que sea necesario para concretar la inversión en deuda. Los documentos de financiación serán negociados por el gestor.

Cumplidas las condiciones previas a los desembolsos acordadas contractualmente, así como cualquier otra condición que resulte aplicable, el gestor recomendará por escrito al fiduciario para que haga el desembolso correspondiente en los términos y condiciones de la respectiva documentación.

En caso de aprobarse un tipo de inversión en deuda que cuente con una estructura y respaldo que pueda ser replicada en las mismas condiciones legales y de riesgos, se considerarán ya aprobados por el comité de crédito del gestor, debiendo requerir una nueva aprobación solamente en caso de contar con un proceso de originación del activo a ser adquirido sea diferente a los ya aprobados.

La propuesta de crédito a presentarse al comité de crédito se fundamentará en los términos y condiciones de financiamiento negociadas con el promotor para la adquisición de dicha deuda.

El gestor, los proyectos de infraestructura, así como las personas contratadas por el gestor, deberán dar cumplimiento a las políticas y principios aplicables de prevención y detección de lavado de activos y financiación del terrorismo, así como las políticas que refieren a temas ambientales y sociales en acuerdo con las políticas internas de CAF-AM Uruguay vigentes.

Análisis de la cartera de inversiones

Las inversiones en deuda que realice el fondo deberán cumplir con las características y condiciones que se señalan a continuación, entre otros y, cuando sea del caso, a juicio del gestor:

- 1- No se podrá realizar una inversión en deuda cuando como consecuencia de dicha inversión en deuda, los CP pierdan su condición de instrumento pasible de ser adquirido por los fondos de ahorro previsional.

- 2- Se espera que cada inversión en deuda tenga un plazo estimado máximo de veintinueve años, buscando ajustar el perfil de amortización al flujo de caja del proyecto de infraestructura. En ningún caso, excederá el plazo del fideicomiso.
- 3- La denominación de moneda de las inversiones en deuda podrá ser el peso uruguayo ajustado por unidades indexadas (UI) o dólares estadounidenses o pesos.
- 4- Tanto la deuda otorgada como la deuda adquirida pueden ser bilaterales o hacer parte de esquemas de cofinanciamiento, tales como préstamos sindicados, préstamos A/B, participaciones y compra de títulos de deuda;
- 5- Tanto la deuda otorgada como la deuda adquirida estarán sujetas a los mismos procedimientos y criterios de evaluación, análisis y aprobación.
- 6- En el caso de inversiones en deuda denominadas en UI, la tasa de interés se calculará inicialmente con base en la tasa soberana en dicha moneda la cual se obtendrá de la curva elaborada por BEVSA (denominada CUI) la que refleja los rendimientos de los títulos emitidos por el gobierno uruguayo en dicha moneda, más un diferencial (spread), o como una tasa fija; en el caso de inversiones en deuda denominadas en dólares estadounidenses, los intereses se calcularán con base en la tasa soberana de la deuda soberana uruguayana en dicha moneda que elabora BEVSA (denominada CUD) más un spread, o sobre un índice equivalente, o como una tasa fija; y en el caso de inversiones en deuda denominadas en pesos, la tasa de interés se calculará inicialmente con base en la tasa soberana en dicha moneda la cual se obtendrá de la curva elaborada por BEVSA (denominada ITLUP) la que refleja los rendimientos de los títulos emitidos por el gobierno uruguayo en dicha moneda, más un spread, o como una tasa fija.
- 7- Las inversiones en deuda tendrán un rendimiento integral compuesto por los ingresos generados por la tasa de interés más comisiones si correspondieren (el "rendimiento integral") que i) en el momento de la firma de los términos y condiciones de la carta mandato o de la aprobación de la respectiva inversión en deuda estén en línea con tasas del mercado uruguayo para riesgos similares (si no existiesen transacciones comparables en el mercado uruguayo, se tomarán en cuenta condiciones ofertadas en mercados internacionales para transacciones similares), y ii) se establecerán tomando como base los niveles de rendimiento de la deuda soberana uruguayana (en la moneda y plazo que aplique en cada caso) más un margen a ser recomendado por el gestor en base a su evaluación de riesgos y mitigantes presentados por cada proyecto de infraestructura.
- 8- La amortización de la inversión en deuda podrá ser en cuotas iguales o desiguales, periódicas y consecutivas, buscando que esté acorde con el flujo de caja esperado del proyecto de infraestructura.
- 9- Las condiciones y términos de la inversión en deuda deben ser al menos equivalentes a las condiciones y términos de cualquier otra deuda de similares características del proyecto de infraestructura y en todo caso las garantías deberán ser por lo menos de la misma calidad de aquellas otorgadas por otros acreedores de similares características del proyecto de infraestructura objeto de la financiación.
- 10- Su vencimiento no deberá ser posterior al plazo considerado adecuado según el riesgo del propio proyecto y evaluando la estabilidad de los ingresos proyectados antes de la terminación de la concesión del proyecto de infraestructura respectivo. Su vencimiento deberá considerar un riesgo de cola (plazo entre el vencimiento del último repago de la deuda y la terminación de la concesión del proyecto de infraestructura respectivo adecuado según el riesgo del propio proyecto y evaluando la estabilidad de los ingresos proyectados.
- 11- El gestor deberá tener derecho a hacerle seguimiento detallado al proyecto de infraestructura (incluso luego de realizada la inversión), al menos en los mismos términos pactados a favor de otros acreedores del proyecto de infraestructura, si los hubiese. El gestor buscará que dicho derecho de inspección incluya, pero sin limitarse, a los siguientes: i) hacer inspecciones a las obras y los procesos que lo ameriten; ii) hacer entrevistas con el auditor del deudor, quien deberá tener orden de compartir con el gestor toda la información del deudor; iii) tener entrevistas con los asesores externos del

deudor (contratistas, interventor, expertos ambientales, etc.), quienes deberán tener la orden de compartir con el gestor toda la información del deudor.

- 12- Deberán existir cláusulas de incumplimiento cruzado ("cross default") que faculten al Fideicomiso para acelerar la deuda en caso de presentarse un incumplimiento de otro endeudamiento, sujeto a materialidades acordes con la práctica de mercado.
- 13- Podrán existir limitaciones y condiciones a la distribución de dividendos y otros pagos restringidos, acordes con la práctica de mercado.
- 14- Se podrán incluir restricciones, acordes con la práctica de mercado, a la disposición de acciones o partes de interés social por parte de aquellos accionistas que el gestor según su leal saber y entender considere son importantes para el deudor;
- 15- La documentación deberá incluir las demás obligaciones que el gestor determine como pertinentes para cada financiamiento en particular.

Cualquier apartamiento de dichos requisitos deberá estar correctamente fundado por el Gestor cuando resulte inaplicable por la naturaleza de la estructura planteada.

Concentración por proyecto

FIX opina que, considerando los parámetros de diversificación y límites, el fondo CAF-AM V podría tener una exposición máxima de hasta un 100% en proyectos de un solo promotor ya que el límite máximo del 50% a un solo promotor, con excepción de las empresas del Estado Uruguayo, es medida considerando en conjunto los fondos gestionados por el gestor, lo que incluye las inversiones en los fondos CAF I, CAF-AM II, CAF-AM FCC y CAF-AM V. El monto mínimo individual de una inversión en deuda podría ser del 21,2% del fondo CAF-AM V, lo que representa un mínimo del 5% de las inversiones en los demás fondos.

Los parámetros de diversificación y límites del fondo se listan a continuación. Los límites podrán ser modificados por una mayoría especial del 75% de los titulares de los CP.

- 1- El monto máximo de exposición del fondo a proyectos de infraestructura controlados por un mismo promotor será de hasta el 50% del importe de la emisión del total de los fondos gestionados por el gestor, a menos que se trate de empresas del Estado Uruguayo. A estos efectos, se considerará como un mismo promotor a los promotores integrantes del mismo conjunto económico;
- 2- El monto mínimo individual de una inversión en deuda será el 5% del importe de la emisión. Para el cálculo se tomará en cuenta a las inversiones de deuda y al importe de la emisión de los fondos CAF I, CAF-AM II y CAF-AM FCC;
- 3- El monto máximo agregado de inversiones en deuda en los cuales el fondo sea el único acreedor será el 40% del importe de la emisión;
- 4- El monto máximo agregado de inversiones en deuda denominadas en dólares estadounidenses no superará el 25% del importe de la emisión.

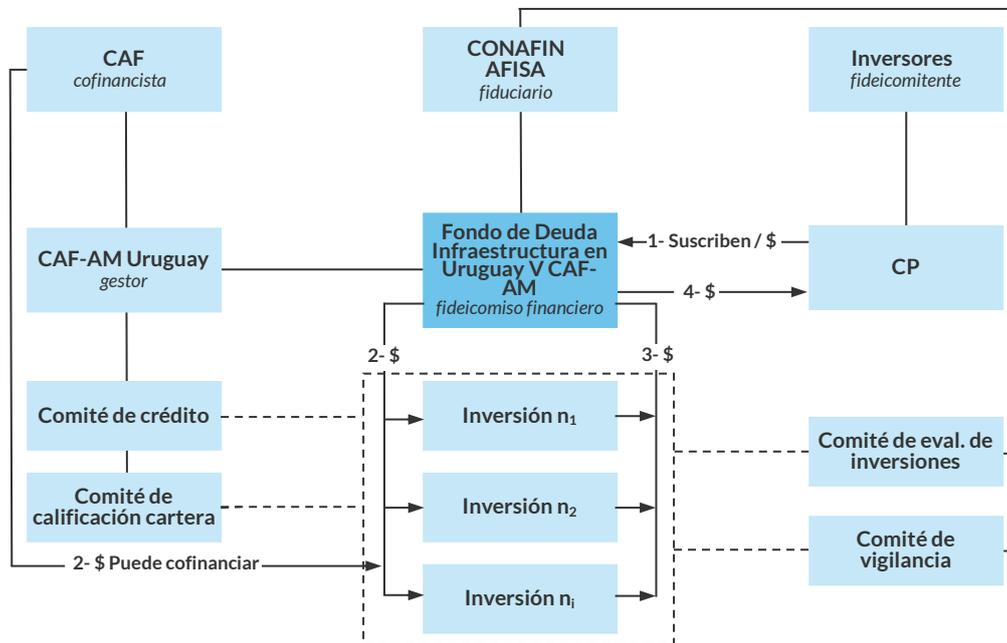
Estructura del fondo

El fondo CAF-AM V, emitirá CP por hasta el equivalente de UI 2.000 millones. Los CP serán suscriptos y la emisión e integración será diferida. La moneda de integración podrá ser en pesos uruguayos o dólares estadounidenses, a solicitud del fiduciario y según lo notificado por el gestor en cada integración.

El producido de la colocación será destinada a inversiones en deuda senior (de mayor preferencia) de proyectos de infraestructura en Uruguay mediante: i) el otorgamiento de deuda senior; o ii) la adquisición de deuda senior incurrida por un proyecto de infraestructura para con otros acreedores.

El período de inversión será de hasta 60 meses desde la suscripción de los CP. CAFAMU tendrá a su cargo la gestión del fondo y la recomendación de potenciales inversiones de acuerdo a los parámetros establecidos en la política de inversión. Los flujos netos provenientes del repago y/o liquidación de las inversiones serán distribuidos a los CP.

Estructura Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay V CAF-AM



Fuente: FIX en base al contrato de fideicomiso

Evaluación del endeudamiento

Con los activos del fondo 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 fondo 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 tesorería causadas por los eventos indicados. El gestor buscará las mejores condiciones que otorgue el mercado para tomar los mencionados endeudamientos por parte del fondo.

Evaluación del desempeño financiero

El desempeño del fondo no fue analizado dado que aún no ha iniciado operaciones.

A priori, se observa un descalce de monedas ya que los CP están denominados en UI mientras que las integraciones se podrán hacer en pesos uruguayos (\$), utilizando la cotización de la UI del día de la integración, o en dólares estadounidenses (USD), utilizando la cotización del tipo de cambio interbancario fondo de los dos días hábiles anteriores a la fecha de integración. El límite de inversiones en dólares es del 25% aunque, FIX estima que el mismo será bajo, producto de la mayor utilización de la UI como moneda a largo plazo.

El fondo está expuesto al riesgo de base de cálculo para las UI por la utilización de esta en fechas distintas para el activo y el pasivo. Dados los pagos trimestrales, este descalce puede ser de hasta 3 meses; sin embargo, se estima que no será significativo producto de los niveles de inflación de Uruguay y la posibilidad de hacer inversiones temporales en UI. FIX monitoreará los descalces mencionados conjuntamente con el rendimiento de la cartera a fin de evaluar su efecto sobre los flujos esperados de los activos.

El fondo se beneficiaría por tener un diferencial de tasa, neto de gastos e impuestos, positivo. Este flujo de fondos adicional serviría para cubrir cualquier incumplimiento de los proyectos en los que se invierta y los descalces de moneda y basis risk mencionados anteriormente. Sin embargo, dado que la cartera del fideicomiso debe constituirse durante el periodo de inversión, no es posible determinar el mismo ni cuantos incumplimientos podría cubrir.

Exención impositiva: el fideicomiso se encuentra exento del IRAE, Impuesto al Patrimonio e IVA.

Análisis Operacional

FIX considera que el fondo presenta buenos mecanismos de control, ver Anexo I. Los mismos dependen tanto del fiduciario como del gestor.

Cuando una inversión en deuda se encuentre ante una causa de exigibilidad anticipada (según estos términos se definan en los instrumentos que documentan cada inversión en deuda), el gestor la pondrá en conocimiento del fiduciario.

Asimismo, dos veces al año, con base en información a junio y diciembre, se harán evaluaciones para determinar la calificación de calidad de cada activo subyacente. Las evaluaciones se re realizarán, una internamente, y otra externa por una sociedad calificadoradora de riesgos u otra firma reconocida por el regulador.

CAF, en concordancia con sus políticas y procesos internos, podrá cofinanciar (o garantizar a) con el Fondo en los mismos términos en cuanto a plazo, calendario de amortización y orden y prelación, y por un monto mínimo inicial del 10% de la inversión en deuda siendo evaluada. Las decisiones de inversión del fideicomiso y de la participación de la CAF son autónomas e independientes entre sí. El conflicto de intereses se encuentra adecuadamente mitigado. Asimismo, se debe tener en cuenta que la inversión del fideicomiso será en deuda senior, por lo que la CAF, en caso de participar, y ningún otro acreedor podrán tener mayor preferencia en el financiamiento del proyecto.

Determinación de la Calificación

FIX asignó la calificación 'BBBfcf(uy)' con perspectiva 'Estable' a los CP por hasta un monto de UI 2.000 millones a ser emitidos por el fideicomiso CAF-AM V considerando el riesgo crediticio los activos en que se invertirá el producido de la colocación de acuerdo con la política de inversión establecida. La calificadoradora evaluará cada uno de los proyectos a ser incorporados, no pudiendo ser la calificación promedio ponderada de las inversiones de deuda menor a 'BBB-sf(uy)' a fin de mantener la calificación de los CP. Se considerará si la cartera posee exposición a un determinado proyecto y que el mismo pueda afectar materialmente la calidad crediticia promedio de los CP.

Anexo "A" – Cartera de proyectos

Tabla #2
Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay V CAF-AM - Cartera de proyectos al 31.03.2024

Proyecto PPP	Circuito 3
Contratante	MTOP
Firma contrato PPP	10.05.2019
Toma de posesión	31.05.2019
Culminación financiera	Pendiente
Obra (meses)	33
Avance de obra real	100%
Avance de obra estimado	100%
Adquisición préstamo CAF-AM 5	07.03.2024
Monto préstamo CAF-AM 5	UI 183 millones
Firma préstamo CAF I	14.06.2019
Monto máximo CAF I	UI 840 millones
Desembolsado CAF I	UI 761 millones
Concentración ^a	9,2%

^a Las concentraciones se miden respecto del monto total suscripto de CP.
 Fuente: CAF-AM Uruguay

Anexo “B”: Órganos de control

Órganos de control del fondo dependientes del gestor

Concepto	Comité de crédito	Comité de calificación de cartera
Objetivo / Funciones:	Responsable del análisis de las inversiones en deuda u de los emisores de las mismas. - Recomendar o rechazar las posibles inversiones en deuda que hayan sido puestas en consideración por el gestor. - Definir cupos de inversión. - Definir políticas de adquisición y liquidación de inversiones en deuda. - Seguimiento de las inversiones.	Encargado de realizar la evaluación interna de las inversiones en deuda.
Miembros:	5	3
Elección:	Elegidos por el gestor	2 miembros elegidos por el gestor y 1 miembro independiente nombrado por la CAF
Duración de los cargos:	A elección del gestor	No definido
Remuneración:	A cargo del gestor	A cargo del gestor
Reunión:	A solicitud del gestor	Dos veces al año, con base en información a junio y diciembre.
Toma de decisiones:	Mayoría simple	No definido

Fuente: Documentos de la emisión

Órganos de control del fondo dependientes del fiduciario

Concepto	Comité de vigilancia	Comité de Evaluación de Inversiones
Objetivo / Funciones:	Veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones del fiduciario y gestor. - Aprobar inversiones en donde la CAF no participe. - Aprobar inversiones en donde la CAF participe pero el gestor no considera la inversión. Aprobar continuar las inversiones en proyectos en incumplimiento y con el acuerdo del gestor Encargado de realizar la evaluación interna de las inversiones en deuda.	Encargado de realizar el análisis de las Inversiones en Deuda recomendadas por el Gestor y tomar las decisiones que al respecto han sido asignadas al Fiduciario por el Contrato de Fideicomiso.
Miembros:	5	No determinado
Elección:	Asamblea de titulares, por mayoría absoluta (+50% de la emisión)	Elegidos por el fiduciario
Duración de los cargos:	1 año, reelegibles	No definido
Remuneración:	A discreción de la Asamblea de Titulares. Los gastos son por cuenta del Fondo.	No definido
Reunión:	A solicitud de cualquiera de sus integrantes.	A necesidad
Toma de decisiones:	Mayoría simple.	No definido

Fuente: Documentos de la emisión

Anexo “C”: Proyectos de infraestructura

Personas jurídicas de carácter público o privado que construyan, mantengan y/u operen proyectos de infraestructura en los sectores de transporte, tales como vial, portuario, férreo, aeroportuario, fluvial y urbano, suburbano e interdepartamental masivo; transmisión y generación de energía; acueductos; agua potable y saneamiento; transporte de hidrocarburos y minerales; telecomunicaciones y logística; infraestructura social; entre otros; siempre y cuando cumplan con las características y requisitos establecidos en la política de inversión del fondo.

A modo de ejemplo, los potenciales proyectos de infraestructura en los que se realizarían inversiones en deuda podrían incluir los siguientes proyectos que se encuentran en distintas etapas de análisis de contratación:

- 1- Unidades de Internación de Personas Privadas de Libertad (UIPPL) N° 27, 28 y 29, en la Localidad de Libertad, Departamento de San José, cuya licitación pública 26/022, a través del sistema de contratación Público Privado establecido en la ley 18786 recibió ofertas hasta el 27 de diciembre de 2022 y se encuentra en proceso de adjudicación.
- 2- Proyecto de mejora de la seguridad del suministro de agua potable al Sistema Metropolitano y Servicios de Ruta del departamento de San José (Proyecto Arazatí): con fecha 7/3/023 OSE publicó los pliegos de la Licitación 23980/2023 con fecha de recepción de ofertas hasta el 4/5/23 para el servicio de puesta a disposición de la infraestructura que permita a OSE:
 - a. Producir 200.000 m3/d netos de agua potable,
 - b. Conducir el agua potable al Sistema Metropolitano, y
 - c. Proveer servicios de ruta sobre la traza de la aductora del Departamento de San José.
- 3- Plan de universalización del saneamiento en Uruguay, OSE aprobó iniciar la primera etapa de la red de saneamiento en 61 localidades del interior.
- 4- Adecuación de red ferroviaria. Se evalúa la extensión de contrato de Ferrocarril Central hasta Salto para la conexión con la red de Argentina, y un nuevo contrato para la puesta en servicio del ramal Algorta – Fray Bentos.
- 5- Ampliación de contratos PPP ya financiados por otros fondos gestionados por el gestor cuyos períodos de construcción exceden el período de inversión de los fondos.

Anexo “D” – Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** “afiliada de Fitch Ratings” reunido el día 30 de abril de 2024, confirmó la calificación ‘**BBBfcf(uy)**’ con **Perspectiva Estable** a los Certificados de Participación (CP) en Unidades indexadas (UI) por UI 2.000.000.000 emitidos por el **Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay V CAF-AM**.

Categoría BBBfcf(uy): La calificación de fondos ‘BBBfcf’ indica una buena calidad de los activos de un portafolio y/o de sus contrapartes.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará “(uy)”. Asimismo, las calificaciones de fondos cerrados de renta fija serán identificadas con el sufijo “fcf”.

Nota: La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen. Los signos “+” o “-” se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la Categoría a la cual se los añade.

Informes relacionados:

[Corporación Andina de Fomento \(CAF\), enero 10, 2024](#)

[República Administradora de Fondos Inversión S.A. \(RAFISA\)](#)

[Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I](#)

[Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM](#)

[CAF-AM Ferrocarril Central](#)

[Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay V CAF-AM](#)

Fuentes:

- Prospecto del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay V CAF-AM
- Acción de calificación de Fitch Ratings de Corporación Andina de Fomento (CAF) del 10 de enero de 2024 disponible en www.fitchratings.com.
- Decreto Nro. 136/023 del Ministerio de Economía y Finanzas del 09.05.2023 disponible en www.presidencia.gub.uy.

Determinación de las calificaciones: Manual de Procedimientos de Calificación de Fondos Cerrados o de Inversión de mayo 2019 registrado ante el Banco Central del Uruguay (disponible en www.bcu.gub.uy)

Nota: La calificación aplica a los términos y condiciones estipulados en el prospecto de emisión y Contrato del Fideicomiso. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con los documentos legales de la transacción.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

Yésica Colman
FIX SCR Uruguay
Calificadora de Riesgo S.A.

Mauro Chiarini
FIX SCR Uruguay
Calificadora de Riesgo S.A.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR SA (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o dissemination de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.