

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
FONDO DE DEUDA PARA
INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY
II – CAF-AM**

Montevideo, noviembre de 2018

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
21	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
<hr/>	
ANEXO I	INFORME JURIDICO

**CALIFICACIÓN DE RIESGO C.Ps. FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE DEUDA PARA
INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY II CAF-AM-
30-noviembre -2018**

Plazo:	30 años
Fiduciario:	Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN AFISA)
Monto:	equivalente en pesos uruguayos de hasta 4 mil millones de UI
Activos del Fideicomiso:	Son el conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso.
Asesor Legal:	Guyer & Regules
Asesor Fiscal:	CPA Ferrere
Fideicomitentes y Beneficiarios:	Suscriptores iniciales de los CP's
Gestor:	"CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A."
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	BVM
Administración y pago:	CONAFIN AFISA
Calificadora de Riesgo:	CARE
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2019.
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán y Ec. Julio de Brun
Calificación de riesgo:	BBB uy
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM" con la calificación BBB (uy) de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe del Anexo. Este informe, habitual en todas las calificaciones de riesgo, cobra en este caso una relevancia mayor, si cabe, en tanto roza elementos de ámbitos muy diversos en el campo del derecho.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor se ajusta a expectativas razonables de rentabilidad, dada la comparación con otros negocios análogos, y teniendo presente tasas de interés mínimas que se cobrarán en los préstamos.
- De modo especial se ha evaluado la vinculación de la Corporación Andina de Fomento (CAF) como accionista de CAF ASSET MANAGEMENT CORP., sociedad a su vez accionista del Gestor del Fideicomiso CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A. y el notorio compromiso de CAF por el cofinanciamiento que pueda asumir en las operaciones del fideicomiso.
- El área elegida, esto es obras de infraestructura, responde a una necesidad manifiesta en el país cuya solución está impulsada por el Gobierno, pero con características de representar una estrategia nacional con apoyo, en general, de todo el espectro político uruguayo. Esto se refleja por ejemplo en la Ley de Participación Público - Privada (PPP) 18.786 del 19 de julio de 2011 reglamentada por el Decreto 17/012, así como en el Decreto de 30 de julio de 2018 en el que se declara promovido este fideicomiso, con los consiguientes beneficios fiscales. Adicionalmente, el gobierno dispone de un pipeline robusto que genera una demanda potencial de operaciones para el Fideicomiso. Un listado tentativo, sitúa dicha demanda en un valor cercano a los ochocientos millones de dólares distribuidos en diversas obras elegibles por este instrumento.
- Este Fideicomiso amplía la capacidad financiera ya implementada con el "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM", también calificado por CARE. Los antecedentes del Gestor en dicha operación, así como los procedimientos de gobernanza allí implementados, fueron relevantes a la hora de emitir nuestra opinión sobre este Fideicomiso.
- A falta de un flujo inicial de fondos, por las razones que se explicitan más adelante, cobra particular relevancia para la primera calificación, el análisis de la política de inversión, la conformación de la estructura de decisiones acerca de los mismos, las disposiciones de gobierno corporativo en general, las relaciones económicas de la cartera, y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave. Todo esto da satisfacción a las evaluaciones realizadas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM".

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

En este caso, en tanto el fideicomiso invierte en deuda de determinadas características que solo financian proyectos de infraestructura la calificación se revisará con ocasión de cada proyecto de financiamiento, en la que se verificará que la misma no afecta la calificación de los certificados del fideicomiso haciéndolos caer por debajo del grado inversor¹.

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 o los proyectos de ejecución o al plan de negocios 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. Asimismo, como se refirió, se prevé la intervención de CARE en ocasión de cada negocio de financiamiento, de tal forma de asegurar que la calificación del fideicomiso no caerá debajo del grado inversor con el o los financiamientos acordados. Al contrario, la concreción satisfactoria de esos negocios debería determinar, todo lo demás constante, un mejoramiento de la nota inicial.

Por otra parte, por las características de este fideicomiso que se constituye para conferir financiamiento a proyectos de obra pública que aún no se conocen cobra particular relevancia para la primera calificación el análisis de la política de inversión, la conformación de la estructura de decisiones en torno a las inversiones, las disposiciones de gobierno corporativo en general, las relaciones económicas de la cartera, la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave, entre otros.

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.

¹. Sin perjuicio de las actualizaciones regulares de norma.

². "Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros"

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 Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Julio Preve y el Ec. Julio de Brun.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 abril de 2019.

En ocasión de la participación en un nuevo proyecto, CARE señalará la inexistencia de objeciones respecto del mantenimiento del grado inversor del Fideicomiso³.

2. Antecedentes generales

El 24 de octubre de 2016 República AFISA divulgó, en carácter de Fiduciario, el Prospecto Informativo del "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I" (CAF I) para la emisión de Certificados de Participación (CPs) por el equivalente en pesos uruguayos de un total de hasta 2,8 mil millones de unidades indexadas. El objetivo del Fideicomiso es invertir en un portafolio de deuda sénior contraída para el financiamiento de proyectos de infraestructura en Uruguay.

Además de la presencia de República AFISA como Fiduciario, la organización de dicho Fideicomiso Financiero incluye a CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAF-AM) en calidad de Gestor, con la función principal de llevar adelante la selección, análisis y recomendación de las inversiones en deuda. También otorga a la propia Corporación Andina de Fomento (CAF) la facultad de cofinanciar los proyectos de infraestructura junto con el Fondo de Deuda.

CARE otorgó a la emisión de dichos CPs la calificación BBB (uy) en marzo de 2016, la cual mantuvo en las actualizaciones realizadas hasta la fecha.

Hasta el momento, dicho Fondo de Deuda ha concretado una operación de financiamiento, por hasta 685 millones de unidades indexadas, con Consorcio PPP Rutas del Litoral S.A., adjudicataria del contrato de participación público-privada (PPP) para realización de obras y mantenimiento en las Rutas 21 y 24. Pero la acumulación de contratos PPP entre el período reciente y lo que se espera se concrete en los próximos meses, excederá el límite de los recursos disponibles en el CAF I.

Es por ese motivo que ahora tenemos a estudio el contrato de Fideicomiso entre CAF-AM, Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN) y Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA)⁴, con el propósito de constituir el "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM" (CAF II).

Al igual que lo ocurrido con el CAF I, el Poder Ejecutivo declaró promovida la actividad desarrollada por el CAF II, al amparo del artículo 11 de la Ley N° 16.906 de 7 de enero de 1998, disponiendo las consiguientes exoneraciones fiscales, mostrando así la continuidad de su compromiso con el proyecto (Decreto de 30 de julio de 2018).

También se prevé en el CAF II la participación de CAF-AM en calidad de Gestor. Dicha empresa es una sociedad anónima constituida de conformidad con

³. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

⁴. En carácter de Entidad Representante de los futuros suscriptores de valores.

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.

La CAF también puede participar en el cofinanciamiento de los proyectos seleccionados. De acuerdo con los términos del Prospecto de Emisión, la facilidad de cofinanciamiento aprobada por la CAF abarca hasta el monto menor entre 70 millones de dólares o el 10% de las inversiones del Fondo de Deuda.

3. Las principales características de esta operación

- El Fideicomiso invertirá en un portafolio de Inversiones en Deuda Sénior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay⁵.
- Por inversiones en deuda se entienden dos modalidades: a) Deuda Otorgada: el otorgamiento de Deuda Sénior a un Proyecto de Infraestructura; b) Deuda Adquirida: la adquisición de Deuda Sénior incurrida por un Proyecto de Infraestructura para con otros acreedores.
- Los proyectos de infraestructura en que podrá invertir el Fideicomiso son variados. A modo de ejemplo podrán ser, entre otros, proyectos en los sectores de transporte vial, portuario, férreo, aeroportuario, fluvial y urbano, suburbano e interdepartamental masivo; transmisión y generación de energía; agua potable y saneamiento básico; acueductos; transporte de hidrocarburos y minerales; telecomunicaciones y logística e infraestructura social; siempre y cuando cumplan con las características y requisitos establecidos en la Política de Inversión que se incluye como Anexo al Contrato de Fideicomiso.
- Las Inversiones en Deuda serán seleccionadas y analizadas por el Gestor, quien en definitiva hará las recomendaciones correspondientes. Sus tareas se ajustarán 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.
- El Fideicomiso contará con un Comité de Vigilancia, cuyos cinco miembros son designados por la Asamblea de Titulares de CPs, encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés. Interesa señalar, al respecto, que el Comité de Vigilancia deberá aprobar continuar con el análisis y realización de Inversiones en Deuda en Proyectos de Infraestructura en cuyo riesgo CAF no participe.

⁴. En carácter de Entidad Representante de los futuros suscriptores de valores.

⁵. Por Deuda Sénior 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 de Infraestructura exceptuando aquellos con mejor prioridad o prelación por disposición legal" (definición utilizada en el Prospecto de Emisión).

- El Gestor contará con un Comité de Crédito, el cual será el órgano responsable del análisis de las Inversiones en Deuda y de los prestatarios, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de Inversiones en Deuda que el Gestor ponga bajo su estudio. También intervendrá a solicitud del Comité de Vigilancia en los casos que la CAF decida no cofinanciar el Proyecto. Es la recomendación del Comité de Crédito del Gestor la que, en definitiva, se eleva al Fiduciario.
- El Fiduciario es, en última instancia, el responsable de la gestión del Fideicomiso, para lo cual examinará las recomendaciones recibidas del Gestor, realizando su propia evaluación. Para ello, el Fiduciario constituirá un Comité de Evaluación de Inversiones, el cual será su órgano interno 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. 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 Gestor contará con un Comité de Calificación de Cartera encargado de realizar la evaluación interna de las Inversiones de Deuda conforme se establece en el Contrato de Fideicomiso.
- El Fiduciario emitirá Valores de acuerdo con los términos y condiciones que se indican en este Prospecto.
- En caso de que no se suscriba al menos UI 2.800.000.000 (Unidades Indexadas dos mil ochocientos millones), el Fiduciario no procederá a realizar la emisión y se dejarán sin efectos las suscripciones efectuadas. En tal caso, el Fideicomiso se disolverá en forma automática, sin que se generen costos ni responsabilidades para ninguna de las partes, salvo por los gastos que se generen por el registro y la oferta pública de los Valores, los que serán asumidos por el Gestor.

- El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 30 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. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá resolverse en forma automática si a los ocho trimestres de finalizado el período de suscripción no se ha formalizado ninguna Inversión en Deuda. Podrá extinguirse en forma previa si transcurrido ese período sólo se ha concretado una operación de financiamiento, o por la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido.
- Ocurrida la extinción del Fideicomiso y una vez cancelados todos los Gastos del Fideicomiso, el Fiduciario procederá a transferir a los Titulares los fondos remanentes que pudieran existir en el Fideicomiso.

4. Información analizada y procedimientos operativos.

La información analizada fue la siguiente:

- Prospecto Informativo
- Contrato de Fideicomiso
- Contrato de Gestión
- Contrato de Entidad Registrante
- Contrato de Entidad Representante
- EE.CC de la fiduciaria
- Información referida al Gestor
- Antecedentes fideicomiso CAF I

De acuerdo con el Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:

- a) El papel o instrumento financiero: en este caso los certificados de participación.
- b) La administración, en este caso, el Fiduciario CONAFIN AFISA y el Gestor CAF-AM.
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota⁶.

⁶ MANUAL DE CALIFICACIÓN DE FINANZAS ESTRUCTURADAS ADMINISTRADAS POR TERCEROS.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecerán 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 Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II - 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)
Títulos por Emitir	Certificados de Participación (CPs)
Activos del Fideicomiso	Conjunto de Inversiones en Deuda realizadas por el Fideicomiso
Moneda	Pesos Uruguayos, expresados en Unidades Indexadas (UI)
Monto de la Emisión	UI 4.000.000.000, con un mínimo de UI 2.800.000.000
Distribuciones	Mensuales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
Calificadora de Riesgo	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

CARE contrató al Estudio Olivera Abogados, a fin de obtener una evaluación independiente de las características jurídicas de esta operación. El análisis agregado en el Anexo I concluye que la estructura elegida evita cuestionamientos en cuanto a que los préstamos a realizar por el Fideicomiso constituyan una intermediación financiera no autorizada. Asimismo, destaca la importancia de la figura del "Gestor" en la mitigación de los riesgos de crédito a que están expuestos los potenciales inversores en los CPs del Fideicomiso, que se establecen procedimientos y plazos razonables para identificar proyectos y concretar operaciones de financiamiento en condiciones acordes con los objetivos de aquel y se señala que la distribución de roles entre Fiduciario y Gestor reflejan un "estado del arte" en Uruguay para este tipo de iniciativas, que hasta el momento se ha mostrado exitosa.

Analizados en detalle los puntos anteriores, y aclarado el alcance jurídico de las opiniones del estudio jurídico tanto como las de CARE, las conclusiones se transcriben a continuación.

- a. La estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad de crédito que el Fideicomiso Financiero se propone realizar.
- b. El Gestor ha ido recabando experiencia en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay a través de su actuación en el CAF I, a lo que se suma su vinculación con la CAF y el compromiso de ésta de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero.
- c. La política de identificación de oportunidades de negocio para el Fideicomiso Financiero, así como la forma en que se prevé que deberán celebrarse tales operaciones contiene procesos y etapas razonables y acordes al objetivo perseguido por el Fideicomiso. De todas formas, en su ejecución concreta y en cómo la misma se plasme en cada caso particular estará el foco de análisis para los riesgos de los inversores, en la medida que el retorno esperado por la inversión en tales títulos dependerá de la correcta estructuración de las operaciones de otorgamiento de crédito a terceros.
- d. Los roles de los participantes y las obligaciones previstas en el Fideicomiso Financiero contienen las previsiones razonablemente esperadas para mitigar los riesgos a que se encuentra sujeta dicha estructura, y reflejan en definitiva el “estado de arte” y práctica jurídica actual en Uruguay para este tipo de instrumentos.

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser registrados y tener acceso al mercado secundario en el mercado de valores uruguayo. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. *El riesgo es medio y medio bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión SA (en adelante La Fiduciaria o CONAFIN AFISA) en su condición de emisora, agente de pago y fiduciaria del Fideicomiso Financiero y CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A, (en adelante CAF-AM 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 CAF-AM, sino también por la incorporación de su experiencia en el financiamiento de obras de infraestructura.

1. La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión SA (CONAFIN 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 CONAFIN AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

CONAFIN AFISA es una sociedad anónima uruguaya cerrada, con sede social en Montevideo, cuyo capital accionario está representado por acciones nominativas y corresponden en su totalidad a la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND).

La sociedad tiene como actividad principal la administración de fondos de inversión y la actuación como fiduciario en fideicomisos financieros. Al 30/6/18, contaba con 14 fideicomisos en que actuaba como fiduciaria. Estos son de distinta índole y materia, los hay financieros, de garantía y de administración abarcando distintas temáticas. En particular se destaca el antecedente de CONAFIN AFISA como fiduciaria del Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I, así como en varios de administración en la temática de obras de infraestructura.

Sus estados contables son auditados por KPMG. Se presenta a continuación un resumen de los estados intermedios al 30/6/18, con informe de revisión por parte de la firma auditora. Según dichos estados contables, al cierre de periodo la firma alcanzaba un patrimonio de miles de \$ 138.722, 6,63 % superior a diciembre de 2017. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)

Concepto	30-Jun-18	31-Dec-17	31-Dec-16
Activo	145.027	136.857	130.367
Activo Corriente	26.428	96.786	99.076
Activo no Corriente	118.599	40.072	31.291
Pasivo	6.304	6.765	14.557
Pasivo Corriente	6.304	6.765	14.551
Pasivo no Corriente	-	-	6
Patrimonio	138.722	130.092	115.810
Pasivo y Patrimonio	145.027	136.857	130.367
Razón Corriente	4,19	14,31	6,81

Fuente: EE.CC CONAFIN AFISA

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30-Jun-18	30-Jun-17
Ingresos activid. ordinarias	29.434	29.157
Costo servicios prestados	(22.938)	(21.509)
Ganancia Bruta	6.496	7.648
Costo Admin y ventas	(1.546)	(1.405)
Resultados Operativos	4.951	6.242
Resultado financiero neto	7.493	2.351
IRAE	(3.043)	(2.500)
Resultados del Ejercicio	9.401	6.094
Otros resultados integ.	(771)	1.512
Resultado integral final	8.630	7.606

Fuente: EE.CC CONAFIN AFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra un nivel de facturación similar al del mismo periodo del año anterior mejorando el resultado final explicado fundamentalmente por los resultados financieros.

En definitiva, la firma muestra niveles de solvencia y liquidez muy sólidos. Esto, sumado a la cantidad y el tipo de fideicomisos que mantiene en cartera permiten afirmar que su idoneidad y capacidad para la función que se le encomienda en el presente fideicomiso no ofrece objeciones.

2. El Gestor

CAF-AM (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. Ésta, por su parte, 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"). La CAF es una institución financiera multilateral de derecho internacional público, creada por convenio constitutivo suscrito en Santa Fe de Bogotá, Colombia, el 7 de febrero de 1968. Se le autorizó a gozar de personería jurídica en la República Oriental del Uruguay mediante acuerdo suscrito con fecha 14 de setiembre 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 Asset Management es la entidad gestora de fondos de CAF, encargada de manejar fondos de capital de terceros. CAF Asset Management 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 (es el principal financiador de infraestructura en América Latina), de su historial crediticio y de su pipeline de proyectos.

Si bien CAF Asset Management se apoya en la capacidad de CAF de originar y estructurar transacciones de financiamiento de proyectos de infraestructura, lo hace preservando su autonomía en la toma de decisiones como gestor de fondos de terceros en el contexto de sus obligaciones fiduciarias. Por su parte, también cabe subrayar que CAF no está obligada a desarrollar proyectos en los que presta servicios CAF Asset Management ni es responsable por ellos.

En lo que respecta a CAF-AM Uruguay, sólo podrá promover y/o administrar fideicomisos o vehículo en la República Oriental del Uruguay que tengan por objeto invertir en un portafolio de Inversiones en Deuda de Proyectos de Infraestructura en las condiciones previstas en el Contrato de Fideicomiso y en el Contrato de Gestión vigentes para CAF I y que también se prevé que rijan para el CAF II.

Según se detalla en el Prospecto Informativo y en el modelo de Contrato de Gestión, se establecen una serie de normas de actuación al Gestor para preservar cualquier conflicto de intereses que eventualmente pudieran surgir.

Se establece una organización que brinda garantías de buen funcionamiento según el esquema que se muestra a continuación.

Figura 1. Estructura Organizacional del Gestor



A la fecha de este informe, los cargos de dicha estructura están ocupados como sigue:

- Gerente General: Fabián Ibarburu.
- Gerente de Estructuración: Martín Galante.
- Gerente de Riesgo: Javier Liberman.
- Gerente de Portafolio: Gabriel Storch.

- Gerente Legal: Laura Berkman.

En todos los casos, se trata de personas con sólida formación profesional y experiencia en las áreas de sus respectivas competencias.

Actualmente, CAF-AM gestiona el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I (CAF I), por un valor nominal de UI 2.800.000.000 (dos mil ochocientos millones de Unidades Indexadas). Éste es, hasta el momento su único antecedente, puesto que la sociedad fue creada precisamente para hacerse cargo de dicha operación.

Actuando como Fiduciario del Fondo CAF I, República Administradora de Fondos de Inversión S.A. ofreció en octubre de 2016, a través de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. y la Bolsa de Valores de Montevideo, certificados de participación para suscripción, los que se emitirán e integrarán de manera diferida durante el período de inversión y de acuerdo con el cronograma de desembolsos de las inversiones aprobadas bajo dicho fideicomiso. Este Fideicomiso también fue calificado por CARE y, hasta el momento, se ha venido ejecutando sin inconvenientes. En la última actualización de calificación mereció la nota BBB (uy) de grado inversor.

3. Gobierno Corporativo

A la garantía natural que supone la existencia de un Fideicomiso administrado por un Fiduciario de reconocida solvencia y la participación de un Gestor también capacitado para la tarea que se le asigna, se le agrega una estructura corporativa para la toma de decisiones particularmente robusta.

En particular, el contrato de Fideicomiso establece normas de rendición de cuentas de la actividad del Fiduciario. A tal respecto se prevé que el Fiduciario enviará a la Calificadora de Riesgo, al Comité de Vigilancia y a la Entidad Representante, para que esta a su vez remita al domicilio registrado de los Titulares y lo comunique también al Mercado de Valores, dentro de los 5 (cinco) Días Hábiles de recibidos

- Un informe trimestral en archivo magnético sobre el estado del portafolio de Inversiones en Deuda del Fideicomiso realizado por el Gestor.
- Un informe trimestral en archivo magnético sobre los Fondos Netos Distribuibles, de existir.
- Un informe en archivo magnético con los estados financieros del primer semestre de cada año del Fideicomiso, con informe de revisión limitada.
- Un informe en archivo magnético con los estados financieros anuales del Fideicomiso, con informe de auditoría.
- Un informe trimestral en archivo magnético con información relativa al cálculo de los Resultados Distribuibles, Comisión por Compromiso de Integración y de honorarios del Fiduciario y Gestor.

Las siguientes secciones describen las funciones de los principales intervinientes en el proceso de toma de decisiones.

3.1. Comité de Vigilancia

El Fideicomiso contará 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.

Este Comité de Vigilancia estará conformado por hasta cinco miembros, personas naturales, representantes de los Titulares y seleccionados por la Asamblea de Titulares. Permanecerán en sus cargos hasta que la Asamblea de Titulares con representación al voto mayor al 50% de los valores emitidos designe los nuevos miembros, pudiendo éstos ser reelegidos. No podrán integrar el Comité de Vigilancia quienes sean Vinculados respecto del Gestor. Los gastos del Comité de Vigilancia serán por cuenta el Fideicomiso.

El Comité de Vigilancia se reunirá a solicitud de cualquiera de sus integrantes, sesionará con la presencia de la mayoría absoluta de sus miembros, y las decisiones se adoptarán por mayoría de los miembros presentes.

Entre otras, las atribuciones del Comité de Vigilancia serán:

- Comprobar que el Fiduciario y el Gestor cumplan lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso y el Contrato de Gestión, para lo cual sus miembros tendrán las más amplias facultades de inspección, revisión, consulta, solicitudes de aclaración o ampliación respecto de la información presentada.
- Verificar que la información para los Titulares sea suficiente, veraz y oportuna;
- Constatar que las Inversiones en Deuda, gastos, u operaciones del Fideicomiso se realicen de acuerdo el Contrato de Fideicomiso. En caso de que el Comité de Vigilancia determine que el Gestor ha actuado en contravención a dichas normas, podrá solicitar al Fiduciario informe de esta situación a los Titulares;
- Elaborar y presentar al Fiduciario en forma trimestral, un informe detallando las tareas de fiscalización y control realizadas durante dicho trimestre.
- Aprobar continuar con el análisis y realización de Inversiones en Deuda en Proyectos de Infraestructura en cuyo riesgo CAF no participe.
- Analizar y resolver sobre las situaciones de conflictos de intereses que se les presente para su consideración.
- Aprobar propuestas alternativas presentadas por CAF respecto al cofinanciamiento.
- Acordar el margen sobre el rendimiento de la deuda soberana uruguaya mínimo aplicable para las Inversiones en Deuda.

- Aprobar las Inversiones en Deuda en las que las condiciones financieras recomendadas por el Gestor conducirían a un rendimiento en concepto de intereses y comisiones con un margen sobre el rendimiento de la deuda soberana uruguaya inferior al mínimo que sea acordado con el Comité de Vigilancia.

Los miembros del Comité de Vigilancia están obligados a guardar reserva respecto de los negocios y de la información del Fideicomiso a que tengan acceso debido a su cargo y que no haya sido divulgada por el Fiduciario o el Gestor.

La actuación del Comité de Vigilancia no eximirá al Fiduciario y al Gestor de su responsabilidad por su actuación.

Inicialmente, el Comité de Vigilancia estará integrado exclusivamente por el Dr. José Luis Echevarría Petit.

3.2. Comité de Crédito del Gestor y Política de Inversión

El Gestor designará un Comité de Crédito, el cual será el órgano responsable del análisis de las Inversiones en Deuda y de los emisores de éstas, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de Inversiones en Deuda que el Gestor ponga bajo su estudio. El Comité de Crédito no es un órgano separado del Gestor, sino un mecanismo de toma de decisiones.

A este Comité le corresponde desarrollar, entre otras, las siguientes funciones:

- Recomendar o rechazar las posibles Inversiones en Deuda en Proyectos de Infraestructura, que sean puestas a su consideración por el Gestor.
- Recomendar los cupos de inversión para cada uno de los Proyectos de Infraestructura que le presente el Gestor.
- Recomendar las políticas para la adquisición y liquidación de Inversiones en Deuda.
- Hacer seguimiento sobre la evolución y desempeño de las Inversiones en Deuda, a través de los informes periódicos que presente el Gestor.

La política de inversiones del Fideicomiso prevé que para que un Proyecto de Infraestructura sea elegible, deberá cumplir con ciertas condiciones, que se detallan en el Contrato de Fideicomiso y en el Contrato de Gestión. Aquí se reproducen las más importantes:

- Que la estructura del financiamiento propuesto sea adecuada a la naturaleza del Proyecto de Infraestructura, incluya una apropiada asignación de riesgos y cuente con las medidas de mitigación requerida y acorde con las mejores prácticas de mercado;
- Que los riesgos de construcción y de culminación deberán estar debidamente identificados y mitigados;

- Que la exposición al riesgo de mercado, (volumen y precio) del respectivo Proyecto de Infraestructura sea cuantificable, y apropiadamente mitigado. El Fideicomiso no correrá riesgo de precio de “commodities”;
- Que los Promotores del Proyecto de Infraestructura aporten recursos propios (equity) al menos por el mayor entre (i) valor que, a juicio del Gestor, sea apropiado para las características de cada Proyecto de Infraestructura y (ii) el valor exigido como tal por la entidad concedente (de ser ese el caso);
- Que los Promotores otorguen garantías de culminación, de sobrecostos y deficiencias en forma y contenido satisfactorios para el Gestor y acorde con las prácticas de mercado;
- Que los contratos y documentos de proyecto estén bien estructurados y adecuados, y con contrapartes de reconocido prestigio y experiencia comprobada en el campo respectivo;
- Que el resultado de la evaluación crediticia realizado por el Gestor muestre que la estructura financiera del Proyecto de Infraestructura permite el adecuado y oportuno pago de sus obligaciones, aún en escenarios de estrés.
- No se podrá realizar una Inversión en Deuda cuando, como consecuencia de ello, los Certificados de Participación pierdan su condición de instrumento pasible de ser adquirido por los Fondos de Ahorro Previsional.
- Se espera que cada Inversión en Deuda tenga un plazo estimado entre 10 y 29 años, buscando ajustar el perfil de amortización al flujo de caja del Proyecto de Infraestructura;
- La denominación de moneda de las Inversiones en Deuda podrá ser el Peso Uruguayo ajustado por UI o Dólares;
- Tanto la Deuda Otorgada como la Deuda Adquirida pueden ser bilaterales o ser parte de esquemas de cofinanciamiento, tales como préstamos sindicados, préstamos A/B, participaciones y compra de títulos de deuda;
- Tanto la Deuda Otorgada como la Deuda Adquirida estarán sujetas a los mismos procedimientos y criterios de evaluación, análisis y aprobación;
- La amortización de la Deuda Otorgada o de la Deuda Adquirida podrá ser en cuotas iguales o desiguales, periódicas y consecutivas, buscando que esté acorde con el flujo de caja esperado del Proyecto de Infraestructura;
- Las condiciones y términos de la Inversión en Deuda deben ser al menos equivalente a las condiciones y términos de cualquier otra Deuda Sénior 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 sénior del Proyecto de Infraestructura objeto de la financiación;
- Su vencimiento no deberá ser posterior a un año antes de la terminación de la concesión del Proyecto de Infraestructura respectivo;

- El Gestor deberá tener derecho a hacerle seguimiento detallado al Proyecto de Infraestructura (incluso luego de realizada la inversión).
- 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;
- Deberán existir cláusulas que permitan, ante un incumplimiento del Deudor y/o el Proyecto de Infraestructura, ejercer derechos del tipo step-in rights, que permitan al Fiduciario (siguiendo las recomendaciones del Gestor) reemplazar al operador del Proyecto de Infraestructura y/o al Deudor y/o al Proyecto de Infraestructura.

3.3. Comité de Calificación de Cartera

El Gestor contará con un Comité de Calificación de Cartera encargado de realizar la evaluación interna de las Inversiones de Deuda. Se evaluará el desempeño cualitativo y cuantitativo de los Proyectos de Infraestructura, para detectar posibles deterioros que puedan afectar la recuperación de las Inversiones en Deuda, incluyendo el avance de la construcción con respecto al plan de obra inicial, la ejecución presupuestal, los costos de operación y mantenimiento con respecto a los originalmente previstos, la idoneidad de la documentación, el cumplimiento de las condiciones contractuales, y el cumplimiento de lo establecido en el presente Prospecto.

También se examinarán la capacidad de pago, fuentes de financiamiento, soporte de capital, calidad de la gerencia y gobierno corporativo, riesgos de mercado del receptor de la Inversión en Deuda, posicionamiento de los Promotores en su mercado, la calificación de agencias calificadoras de riesgo (para los Promotores) cuando resulte aplicable, el cumplimiento en los pagos al Fideicomiso, y el cumplimiento de las obligaciones y demás condiciones contractuales contenidas en la documentación de las Inversiones en Deuda.

Los resultados de estas evaluaciones se discutirán y analizarán por el Comité de Calificación de Cartera, el que otorgará la Calificación de Calidad definitiva para cada Inversión en Deuda, la que podrá ser Normal, Subnormal y Sobre Normal, según los estándares definidos en el Contrato de Fideicomiso.

El Comité de Calificación de Cartera emitirá al Fiduciario un informe con la calificación final otorgada a cada Inversión de Deuda dentro de los 30 días posteriores a la fecha de evaluación.

3.4. Comité de Evaluación de Inversiones del Fiduciario.

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.

El Fiduciario seleccionará los integrantes del Comité de Evaluación en función de su experiencia en el diseño de contratos PPP en la materia que sea objeto de cada operación de préstamo.

4. 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 Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II - CAF AM” (CAF II) es generar rentabilidad para los Titulares a través del conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso. En consecuencia, esas Inversiones en Deuda son los principales bienes fideicomitidos.

El Fideicomiso, por contrato, cuenta con un plazo de hasta 5 años para invertir los fondos en los proyectos. Por este motivo, no se conocen aún los activos subyacentes que van a entrar al Fideicomiso ni tampoco cómo será la situación macroeconómica y financiera doméstica ni del resto del mundo. En especial, no se conoce cómo será la dinámica del riesgo país, que será de vital importancia en tanto será la tasa de referencia (más el margen correspondiente) para fijar la tasa contractual de los préstamos. Adicionalmente, se sabe de la voluntad política del gobierno de promover diversos proyectos de infraestructura, pero no su estructura jurídica, el cronograma de desembolsos estimado ni la prioridad que habrán de tener cada uno de éstos.

En estas circunstancias, simular un flujo de fondos con activos y flujos de desembolsos no conocidos no tendría una correspondencia razonable con los flujos reales. Bajo estas circunstancias, el Comité de Calificación de CARE consideró que no sería representativo establecer un flujo de fondos a largo plazo y, en consecuencia, establecer un rendimiento esperado de los valores a emitir, al menos hasta que una porción significativa de los recursos a disposición del CAF II sean aplicados a proyectos.

A falta de estos elementos, es que nuestro análisis se ha focalizado en cuestiones de gobierno corporativo y en la idoneidad de las entidades y personal a cargo para seleccionar, analizar y establecer términos y condiciones para las Inversiones en Deuda que determinen un flujo de fondo satisfactorio para los inversores. En tal sentido, en la sección anterior se señalaron las fortalezas del gobierno corporativo y las restricciones que el Contrato de Fideicomiso impone para la selección de inversiones.

2. Riesgos considerados

- **Riesgo constructivo**, que supone la falta de concreción de un proyecto de obra pública con el financiamiento otorgado. Dado que la estructura de toma de decisiones y el marco de acción establecido en la Política de Inversión conduce a una selección de proyectos a financiar en que se han tenido en cuenta todos los aspectos relevantes, se considera que esta contingencia está razonablemente contemplada, subrayándose que el riesgo se mitiga esencialmente por la gestión de CAF-AM, que tiene sus incentivos alineados con el éxito de la operación. De todos modos, no habiendo comenzado aún la etapa de selección de proyectos, consideramos que **el riesgo de este componente es medio y medio bajo.**

- **Riesgo de descalce de moneda;** mientras que los CPs van a estar denominados en UI, las inversiones en deuda pueden hacerse en pesos ajustados por inflación (UI) o dólares, lo que expone a los retornos del inversor a las fluctuaciones en el tipo de cambio real. Nuevamente, sin conocer aún la estructura de financiamiento de los proyectos a incorporar, se considera que *este riesgo es bajo medio*.
- **Riesgo de demanda,** que supone en este caso la no existencia de proyectos de obra pública a financiar, por razones detalladas en la Sección V este riesgo se considera bajo.
- **Riesgo de generación de flujos;** en función de todo lo anterior y teniendo presente la política de intereses mínimos exigidos se infiere que el riesgo que las inversiones no generen los flujos necesarios para remunerar los CP's con un rendimiento razonable *es medio y medio bajo*.

V. EL ENTORNO

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

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

El primero tiene que ver con la capacidad del Fideicomiso Financiero de cumplir con su objetivo, es decir, encontrar un número suficiente de Proyectos de Inversión en Infraestructura con necesidades de financiamiento tales que puedan absorber el monto máximo que espera suscribirse de la emisión (algo menos de USD 500 millones aproximadamente, según las cotizaciones de la UI y el peso uruguayo respecto al dólar al momento de este informe).

Dado el grado de desarrollo de la economía uruguaya, el clima favorable para la inversión en infraestructura existente (tanto por las políticas públicas como el interés privado) y el rezago existentes en necesidades de inversión pública, el presupuesto de inversiones para los próximos cinco años (que es el período de inversión definido para el Fideicomiso) para ser realizadas bajo la modalidad de Participación Pública Privada (PPP) es de algo más de USD 1,6 mil millones⁷, lo que excede el capital disponible para invertir por parte de este Fideicomiso Financiero, además del remanente disponible en el CAF I.

Además de oportunidades de inversión, también debe contarse con una capacidad de gestión por parte del gobierno que transforme las intenciones presupuestales en adjudicación de obras que puedan ser elegibles para los objetivos de este Fideicomiso. En ese sentido, el flujo de Proyectos a ser financiados bajo la modalidad PPP viene desarrollándose a un ritmo auspicioso, a saber:

- La licitación para el llamado Circuito 1 (Rutas 12, 54, 55 y 57 y bypass de Carmelo) fue adjudicada provisionalmente. En la misma situación están las licitaciones de los llamados Circuito 2 (Rutas 9 y 15) y Circuito 3 (obras en Ruta 14 Oeste y bypass a Sarandí del Yi).
- Se están evaluando las ofertas de los llamados Circuito 5 (tramos de Ruta 14 y Ruta 15), Circuito 6 (Ruta 6 y bypass San Ramón) y Circuito 7 (una iniciativa privada de ampliación a doble vía en Ruta 3 entre Rutas 1 y 11 y bypass a San José).

⁷. De ese monto, unos USD 825 millones corresponden al Ferrocarril Central.

- También está en evaluación de ofertas el proyecto del Ferrocarril Central, que comprende la infraestructura, vía y desvíos del tramo ferroviario comprendido entre el Puerto de Montevideo y la estación Paso de los Toros.
- Infraestructura Educativa: Se adjudicaron provisionalmente un proyecto de construcción de 44 jardines de infantes y 15 centros CAIF y un proyecto de construcción de 23 escuelas, 9 polos tecnológicos y 10 polideportivos. Está en evaluación de ofertas un proyecto de construcción de 27 centros CAIF y 15 escuelas, y en proceso licitatorio otro de construcción de 42 liceos y 16 UTUs.

De esta forma, sin perjuicio de otros proyectos, existen cinco iniciativas PPP que cuentan con adjudicación provisional, cuya inversión estimada asciende a unos USD 337 millones. Hay otros cuatro proyectos en evaluación de ofertas, cuya inversión asciende a unos USD 310 millones y otro en proceso licitatorio por USD 130 millones. Todo esto sin contar el proyecto del Ferrocarril Central, que eventualmente daría lugar a un nuevo Fideicomiso. De esta forma, es razonable esperar que en el transcurso de 2019 y comienzos de 2020 se hayan invertido los recursos del CAF I y CAF II.

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

En la situación actual, donde el uso de la herramienta de los contratos PPP es incipiente y todavía no hay prácticamente obligaciones financieras para el Estado, este factor de riesgo está totalmente dominado por el mencionado en primer término, es decir, la concreción de iniciativas PPP para ser financiadas por el Fideicomiso. Pero a medida que los recursos del Fideicomiso comiencen a canalizarse a inversiones en Deuda, el análisis de riesgo de CARE pondrá más énfasis en la disponibilidad de recursos presupuestales para atender las obligaciones financieras del Estado en las PPP, en particular, y en la evolución de las finanzas públicas y la calidad crediticia del Estado uruguayo, en general.

En conclusión, en el contexto actual de perfil de la deuda pública, facilidad de acceso al mercado de capitales, crecimiento de la economía y acumulación de proyectos de inversión pública en situación de dar comienzo a su ejecución, consideramos que *el riesgo de entorno es 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, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Julio de Brun



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁸ 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.**

ANEXO I
INFORME JURIDICO

Montevideo, 28 de noviembre de 2018

Señores
CARE Calificadora de Riesgos
Presente

Atención: Ing. Julio Preve
Director

De nuestra mayor consideración:

Hacemos referencia a la solicitud de análisis legal del “Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF II” (en adelante el “Fideicomiso Financiero”) en el marco del informe de calificación de riesgo a ser emitida por Ustedes.

A estos efectos, hemos analizado los siguientes documentos remitidos por el estructurador de la emisión:

- Prospecto Informativo para la emisión de Certificados de Participación por hasta por un monto total de Unidades Indexadas 4.000.000.000 a ser emitidas por el “Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM” (en adelante el “Prospecto Informativo”).
- Contrato de Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM”, entre Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante el Fiduciario), CAFAM Administradora de Activos Uruguay S.A. (en adelante el Gestor) y la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. en su carácter de Entidad Representante de los futuros suscriptores de los Valores, (en adelante el “Contrato de Fideicomiso”).
- Contrato de Gestión entre el Fiduciario y el Gestor, anexo al Contrato de Fideicomiso (en adelante el “Contrato de Gestión”).
- Documento de Emisión de acuerdo al cual el Fiduciario emite los Certificados de Participación según los términos y condiciones allí referidos (en adelante el “Documento de Emisión”) y conjuntamente con el Contrato de Gestión, el Contrato de Fideicomiso, y el Prospecto Informativo, los “Documentos de la Emisión”).

1. Consideraciones preliminares.

El presente informe jurídico refiere al análisis de la estructura legal elaborada por las entidades que participan de la emisión, básicamente el Gestor, Fiduciario y el Asesor legal de la Emisión con el objetivo de servir de análisis en la preparación del informe de calificación de riesgo de la firma CARE Calificadora de Riesgos S.R.L.

Los términos que comiencen en mayúscula y que no se encuentren definidos en la presente tendrán el significado que se les asigna en el Prospecto Informativo que hemos analizado.

Para emitir el presente informe, hemos asumido lo siguiente, sin haber llevado a cabo ninguna investigación o verificación de ningún tipo:

- a. la conformidad con los originales de todos los Documentos de la Emisión que nos fueron proporcionados como copias;
- b. la personería, vigencia y debida representación de las partes bajo los Documentos de la Emisión;
- c. la capacidad y la debida autorización de las partes para el otorgamiento de los Documentos de la Emisión;
- d. el análisis realizado está limitado a los Documentos de la Emisión y no expresa ni pretende expresar opinión alguna sobre documentos o acuerdos distintos de los Documentos de la Emisión;
- e. la inexistencia de restricciones estatutarias o contractuales aplicables a las partes que les impidan o restrinjan otorgar los Documentos de la Emisión;
- f. la inexistencia de hechos o circunstancias que no nos hubieran sido divulgados y que pudieran afectar las opiniones contenidas en el presente informe;
- g. a los efectos del presente informe hemos analizado la normativa jurídica aplicable, con especial referencia a: i) la Ley N° 17.703 que regula el fideicomiso y sus normas reglamentarias, ii) la Ley N° 18.627 sobre el mercado de valores y sus normas reglamentarias, y iii) la normativa del Banco Central del Uruguay vinculada con el Mercado de Valores, agrupadas en la Recopilación de Normas de Mercado de Valores y Comunicaciones vinculadas.

2. Resumen sobre la estructura jurídica de la emisión.

De conformidad con lo que se desprende del Prospecto Informativo, la finalidad por la cual se constituye el Fideicomiso Financiero es la de aplicar los fondos que se obtengan por la colocación de los Certificados de Participación en la inversión en Deuda Senior que será otorgada a aquellas empresas que lleven adelante proyectos de infraestructura en Uruguay y que necesiten de tal financiamiento. En este sentido, el Fideicomiso Financiero

bajo análisis es una segunda unidad de negocios constituido por el Gestor, que actualmente se encuentra administrando el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I. En líneas sustanciales el presente Fideicomiso Financiero no se aparta en cuanto a la estructura de lo previsto en el anterior fideicomiso, en el cual difiere en esta instancia la entidad que asume el rol de Fiduciario Financiero.

Por consiguiente, la finalidad del Fideicomiso Financiero es la de celebrar operaciones de crédito con terceros, dentro de los límites y pautas que se han fijado en el propio instrumento, a saber:

- a) Las operaciones de financiamiento que celebre el Fideicomiso Financiero deben recaer sobre Proyectos de Infraestructura.

Ello de conformidad con lo establecido en el Prospecto Informativo abarca la ejecución de 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 básico; 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 que se incluye como Anexo al Contrato de Fideicomiso.

- b) Tales proyectos serán llevados a cabo por personas jurídicas tanto del sector público como privado.
- c) Las operaciones de financiamiento que se identifiquen para ser invertidas por el Fideicomiso Financiero sean concretadas por parte de la estructura dentro de un plazo de 60 meses desde que se suscribieron los Certificados de Participación.

En el evento que los desembolsos excedan el plazo de 60 meses antes mencionado, el Fiduciario deberá asegurarse de tomar las medidas en el contrato de préstamo para adecuarse a esta limitación. No obstante lo anterior, salvo autorización expresa de Titulares que representen una Mayoría Especial, el Fideicomiso no podrá incurrir en compromisos irrevocables de realizar Inversiones en Deuda hasta tanto el Fondo CAF I haya comprometido irrevocablemente el 80% del importe de la emisión del Fondo CAF I en la realización de Inversiones en Deuda.

- d) Las operaciones de financiamiento que formarán parte del patrimonio fideicomitado sean otorgadas originalmente por el propio Fideicomiso Financiero o bien, adquiridas de terceros acreedores.
- e) Las operaciones de financiamiento sean concretadas como Deuda Senior, entendida esta como cualquier tipo de endeudamiento al de mayor rango y privilegio admitido por la ley uruguaya, que implique en definitiva que la persona que haya tomado dicho endeudamiento tenga la obligación de pagar en su calidad de deudor una suma de dinero a la contraparte, quedando comprendida en tal

concepto una serie de diferentes formas jurídicas en que la transacción pueda realizarse.

- f) Las operaciones de financiamiento descritas sean otorgadas siguiendo las pautas y procedimientos establecidos en el Prospecto Informativo, en el Anexo I del Contrato de Fideicomiso y en el Contrato de Gestión.
- g) Se espera que el plazo de tales inversiones tenga un plazo estimado entre 10 y 29 años, buscando ajustar el perfil de amortización al flujo de caja del Proyecto de Infraestructura y al plazo del propio Fideicomiso Financiero (30 años a contar desde la firma del contrato).

Para llevar a cabo la tarea de inversión en Deuda Senior la estructura del Fideicomiso Financiero bajo análisis se organiza con la figura del Fiduciario como el administrador del patrimonio fideicomitado y controlador en primera instancia en los aspectos formales y legales de la actividad y finalidad del Fideicomiso Financiero y especialmente de la gestión e identificación de los activos a ser invertidos, cuyas actividades serán desarrolladas por el Gestor, la sociedad CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A.

Dado que los títulos que emitirá el Fideicomiso Financiero son Certificados de Participación, los inversores que suscriban e integren tales instrumentos, estarán adquiriendo un "título de renta variable" cuyo repago y rentabilidad esperada estará sujeta en definitiva a la calidad de la Deuda Senior que otorgue u adquiera el Fideicomiso Financiero.

En efecto, la estructura diseñada apunta a la captación de recursos del mercado para ser aplicados a su colocación a crédito, restringiendo tal actividad a operaciones que califiquen dentro de los literales a) a la g) anteriormente referidos.

La conformación jurídica elegida, como ya fuera señalado con respecto al Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I, ya supera un primer aspecto regulatorio, al posicionar a dicho Fideicomiso Financiero fuera del marco de la actividad calificada como intermediación financiera, regulada en el Decreto Ley N° 15.322. Ello en la medida que, los recursos que se captan del mercado no se toman como un pasivo del Fideicomiso Financiero, sino por el contrario, como títulos de participación cuyo repago está asociado a los fondos que se obtengan por la inversión en Deuda Senior.

En tal caso, la única garantía que tendrán los inversores para recuperar su inversión y renta esperada estará dada por las inversiones en Deuda Senior que el Gestor identifique y el Fideicomiso Financiero celebre con los diferentes actores. Será con el flujo que ingrese por el cobro de tales créditos que se repagarán los Certificados de Participación que se emitan.

En dicho contexto, y en la medida que, al momento de constituir el Fideicomiso Financiero, no existirán aún créditos para ser invertidos por el referido fideicomiso, los aspectos centrales del análisis de riesgo de la estructura se centran básicamente en los siguientes:

1. Identificación y capacidad profesional del Gestor.
2. Políticas y Procedimientos para la identificación de los activos a invertir.
3. Conformación de los roles y responsabilidades bajo el Fideicomiso Financiero.
4. Aplicación de los fondos y repago a los titulares.
5. Conformidad jurídica del Fideicomiso Financiero a las normas legales.

3. Consideraciones acerca de la estructura jurídica definida.

De acuerdo con lo establecido en el capítulo anterior, los grandes aspectos de valoración legal y riesgos vinculados al proyecto bajo análisis que merecen nuestros comentarios son los que a continuación señalamos.

3.1. Rol del Gestor y vinculación con la CAF.

Dado que la actividad objeto del Fideicomiso Financiero consiste en aplicar los recursos captados de los Certificados de Participación en su colocación a terceros para financiar proyectos de infraestructura, es clave en éste punto, que la entidad que asuma la gestión del Fondo cuente con capacidad y experiencia para asignar eficientemente los mismos entre los diversos proyectos que puedan identificarse.

Tal asignación no importa solamente la correcta selección del “deudor” y el proyecto a financiar, sino también la estructuración de la operación de endeudamiento, de forma que mitigue los riesgos que el mismo pueda presentar y dote en consecuencia de mayor seguridad en que los fondos aplicados serán repagados en la forma, tiempo y con la rentabilidad esperada.

En tal sentido, y siguiendo las fórmulas ya implementadas para otros proyectos de inversión en ejecución en Uruguay, el Fideicomiso Financiero, designa además del Fiduciario como el dueño del patrimonio fideicomitado, a un Gestor. Éste tiene la función de llevar adelante la actividad de identificación de los potenciales proyectos a financiar, negociar sus condiciones, y sugerir al Comité de Crédito y al Fiduciario la estructura jurídica financiera por la cual materializarla.

Por tanto, el rol del Gestor en el presente Fideicomiso es muy relevante para el éxito del proyecto, pues debe contar con la capacidad, conocimiento y experiencia para poder asignar correctamente los recursos bajo administración del Fideicomiso Financiero para invertir o adquirir Deuda Senior. El Gestor tomará a su cargo la tarea de llevar adelante la selección, análisis y recomendación de las Inversiones en Deuda, de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y en el Contrato de Gestión. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la administración del Fideicomiso respecto a la administración de las Cuentas, emisión de los Valores, contabilidad, rendición de cuentas, así como de toda obligación puesta a su cargo por la Ley, el Decreto Reglamentario o por el Contrato de Fideicomiso, no pudiendo delegar total o parcialmente en terceros las obligaciones que se ponen a su cargo.

En tal punto, es destacable señalar que, el presente Fideicomiso Financiero tiene a través del Gestor, una vinculación con la Corporación Andina de Fomento (“CAF”). En efecto, de acuerdo con lo previsto en el Prospecto Informativo, la firma CAFAM Administradora de Activos Uruguay S.A. es una sociedad constituida en Uruguay pero dependiente 100% de CAF Asset Management Corp., entidad subsidiaria 100% de la CAF.

Pero adicionalmente, y de conformidad con lo que se indica en el Prospecto Informativo, la propia CAF aprobó una *“facilidad de cofinanciamiento por hasta el menor entre: i) US\$ 50.000.000 y ii) el 10% del total de Inversiones en Deuda realizadas por el Fideicomiso, destinada a financiar Proyectos de Infraestructura que cumplan con los requisitos de elegibilidad para ser beneficiarios de los créditos otorgados por la CAF...”*. En base a esto, la CAF ya sea directamente por intermedio de su equipo en los proyectos que sean cofinanciados, e indirectamente por la transferencia de experiencia, equipo, soporte técnico, etc., que realice a la subsidiaria constituida en Uruguay, estará aportando al Fideicomiso Financiero por medio del Gestor toda su experiencia que dicho organismo multilateral tiene en la asignación de créditos para financiar proyectos de infraestructura.

A lo anterior debe agregarse la experiencia que el Gestor viene desarrollando en el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I. Estos elementos permiten mitigar razonablemente aquellos riesgos jurídicos que tienen que ver con la diligencia y aptitud técnica de una entidad que actuará como Gestor. Tanto la transferencia de conocimiento que la propia CAF realice como la propia incorporada por su carácter de administrador en el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I contribuyen a mitigar eventuales riesgos en éste sentido.

Finalmente, debemos resaltar que CAFAM Administradora de Activos Uruguay S.A. puede suplir la necesidad de incorporar a su equipo de análisis expertos en las diversas áreas en las cuales el Fideicomiso Financiero vaya a financiar operaciones. Ello se encuentra previsto dentro de las potestades que tiene como Gestor en el Fideicomiso Financiero que habilita la conformación de un equipo técnico encargado de la estructuración de cada operación, en cuyo caso estará nutriéndose de dicha experiencia para poder asistirlo en el proceso de identificación, negociación y estructuración de la Deuda Senior a invertir. Si bien a la fecha ya tiene experiencia en este rol dado que es el actual Gestor en Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I, entendemos que el hecho de profundizar en operaciones de financiamiento estructurado como las que serán objetos en este nuevo fideicomiso exigirá al Gestor contar con recursos suficientes para el análisis de cada operación que se les presente.

Todos estos aspectos, contribuyen en definitiva a mitigar en forma razonable uno de los aspectos más sensibles del proyecto, como es la aptitud técnica del Gestor para asignar correctamente los recursos del Fideicomiso Financiero.

3.2. Política de inversión y constitución de la Deuda Senior.

El objetivo del Fideicomiso Financiero es la inversión en Deuda de Proyectos de Infraestructura en Uruguay. Tales inversiones de acuerdo con el Contrato de Fideicomiso Financiero y el Contrato de Gestión serán definidas por el Gestor, quien estará encargado de su análisis previo, la negociación de las condiciones y la presentación de la inversión y forma de instrumentación al Fideicomiso Financiero.

En tal sentido, el Contrato de Fideicomiso Financiero y el Contrato de Gestión contienen un procedimiento general el cual deberá ser observado por el Gestor y controlado por el Fiduciario para la identificación de las inversiones.

De acuerdo con lo establecido en el Prospecto informativo, tales políticas de inversiones abarcan desde el proceso de “*originación*” de la potencial inversión, el estudio de viabilidad del proyecto así como la realización de procedimientos de “*debida diligencia*” previa a la celebración de cualquier acuerdo que pueda vincular al Fideicomiso Financiero.

Asimismo, recién luego de haber sido aprobado el proyecto de inversión por el Comité de Crédito del Fideicomiso Financiero o en su caso el Comité de Vigilancia el Fiduciario estará habilitado a celebrar la documentación legal correspondiente a los efectos de materializar la inversión.

La política de inversión no se detiene ahí y contempla a su vez procesos para el seguimiento regular de la deuda invertida, y su calificación en forma anual por un comité interno de valuaciones y por una calificación de riesgo externa, lo que permitirá al Fideicomiso Financiero conocer el estado de sus activos y prever eventuales situaciones de crisis sobre los mismos que adelanten procesos de mitigación de riesgos.

El análisis de los procedimientos anteriormente descriptos y que se explicitan con mayor detalle en los contratos antes citados son razonables y acordes con los estándares actualmente utilizados por entidades financieras tanto locales como del exterior que participan en el financiamiento de proyectos de infraestructura en general (“*Project Finance*”).

Finalmente, dentro de las políticas y principios de inversión se han fijado criterios de diversificación de cartera que no podrán ser excedidos, sin la aceptación previa y expresa de la Mayoría Especial de Titulares y que consisten en que:

1. *El monto máximo individual de una Inversión en Deuda será de hasta el treinta por ciento (30%) del Importe de la Emisión;*
2. *El monto máximo de exposición del Fideicomiso a Proyectos de Infraestructura controlados por un mismo Promotor será de hasta el cuarenta por ciento (40%) del Importe de la Emisión, 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 según la definición dada por el art. 271 de la Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero y normas complementarias, concordantes y modificativas;*
3. *El monto mínimo individual de una Inversión en Deuda será el cinco por ciento (5%) del Importe de la Emisión;*
4. *El monto máximo agregado de Inversiones en Deuda en los cuales el Fideicomiso sea el único acreedor será el cuarenta por ciento (40%) del Importe de la Emisión.*

Por ésta razón, desde el punto de vista teórico las reglas y límites establecidos por el Fideicomiso Financiero se presentan como razonables y acordes con las “*mejores prácticas*” de proyectos similares.

De todos modos, el aspecto sensible del Fideicomiso Financiero estará en la aplicación práctica de tales reglas en cada caso concreto. En éste sentido el Prospecto Informativo expresamente delega el ajuste de las mismas en el propio Gestor y el Comité de Crédito sobre “...*cuales de las normas y procedimientos se aplican en cada caso particular o establecer controles adicionales, en caso de considerarlo apropiado...*”.

Por esta razón, será importante para evaluar su correcta implementación, el seguimiento que de cada Deuda Senior invertida se realice posteriormente a su otorgamiento tanto por el propio Comité de Calificación como por los análisis de las calificadoras externas que anualmente revisen la situación de cada deuda.

3.3. Roles y responsabilidades de las Partes intervinientes.

El Fideicomiso Financiero sigue en líneas generales el mismo esquema de distribución de roles que ya han implementado otros proyectos de inversión en Uruguay.

Dicho esquema apunta a diferenciar por una lado la figura de un Administrador o Gestor por una parte, encargado de llevar a cabo el proyecto para el cual se constituye el fideicomiso y, por otra parte, el Fiduciario como el dueño del patrimonio fideicomitado manteniendo funciones esenciales a la de un administrador de patrimonio ajeno (administración de los fondos, celebración de contratos, reporte de información, confección de la contabilidad del fideicomiso, etc.).

A la luz de los diferentes proyectos que actualmente se encuentran en ejecución en Uruguay bajo dicha estructura, es posible advertir que la misma se ha presentado útil y eficiente a la hora de constituir y administrar fideicomisos financieros cuyos patrimonios deben llevar adelante complejos proyectos de inversión.

En efecto, dicha separación de roles permite al Fiduciario asumir un rol de primer “defensor” de los intereses de los inversores verificando que el administrador encargado de llevar adelante el proyecto cumpla con el mismo en el marco de las instrucciones y responsabilidades que se han fijado en el contrato.

En el caso bajo análisis, dicha estructura se plantea en similar forma a otras actualmente en funcionamiento. Por una parte, el Gestor, que es quien asume la tarea de llevar adelante las Inversiones en Deuda, de acuerdo con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso Financiero y en el Contrato de Gestión. Por otra parte, el Fiduciario, que mantendrá la responsabilidad por la administración del Fideicomiso, ya que conforme a lo expresado “... *respecto a la administración de las cuentas, emisión de los Valores, contabilidad, rendición de cuentas, así como de toda obligación puesta a su cargo por la Ley, el Decreto Reglamentario o por el presente Contrato, no pudiendo delegar total o parcialmente en terceros las obligaciones que se ponen a su cargo*”.

El Fiduciario podrá examinar exclusivamente el tenor formal de recomendaciones o instrucciones recibidas del Gestor, a los efectos de controlar que las mismas se encuentran dentro de las potestades y reglas fijadas en el presente Contrato de Fideicomiso, no siendo de su cargo ninguna otra verificación o inspección de especie alguna. No obstante, podrá fundadamente objetar y oponerse a la ejecución de alguna de las instrucciones recibidas del Gestor, en caso que entienda que las mismas no cumplen con lo establecido en este Contrato, en el Contrato de Gestión o con la normativa vigente.

En función de tales estipulaciones, es el Fiduciario en definitiva quien monitorea el actuar del Gestor como tal y realiza en definitiva un primer control de que éste no se aparte de las reglas establecidas a nivel del Contrato de Fideicomiso Financiero.

Si a los aspectos anteriores se agrega que el Fideicomiso Financiero constituye a su vez, al menos dos comités para evaluar y validar las acciones del Gestor, tales como el Comité de Crédito y el Comité de Vigilancia, es posible concluir que la estructura jurídica de roles y responsabilidades presenta una equilibrada conformación, la cual deberá ser objeto de verificación una vez que el Fideicomiso Financiero comience a desarrollar su objeto.

3.4. Aplicación de los fondos y repago a los Titulares.

De conformidad con lo establecido en el Prospecto Informativo, los Certificados de Participación serán emitidos en Unidades Indexadas ("UI"). Para ello, llegada la fecha de la integración se tomará el valor de la UI de dicho día debiendo integrarse por el inversos la suma en pesos equivalente a dichas UI.

El Prospecto Informativo, permite a su vez que llegada la fecha de integración, el Fideicomiso solicite que se realice en una moneda diferente al peso uruguayo, contemplándose que pueda ser hecha en dólares. En caso de que esta situación ocurra, que la integración haya sido realizada en dólares por ejemplo, ello no convierte dicho Certificado de Participación en un título en dólares, sino que para que el inversor sepa el monto de su integración el Fiduciario realizará la conversión de tales dólares a pesos uruguayos de acuerdo con el tipo de cambio establecido en el Prospecto Informativo.

Esta forma de integración apunta a disminuir por parte del Fideicomiso Financiero ciertas diferencias por tipo de cambio entre los fondos que son solicitados de los inversores y las operaciones de colocación en Deuda Senior que haya celebrado dicho fideicomiso.

En todo caso, y luego de tal aportación el inversor mantendrá durante la vigencia del Fideicomiso Financiero un título de renta variable en Unidades Indexadas y de esta forma dicho fideicomiso deberá pagar el retorno esperado de los títulos a sus inversores.

El riesgo cambiario inicial de utilización de fondos para proyectos en dólares se mitiga al solicitar que con la integración los propios inversores paguen el monto correspondiente en la moneda que luego aplicará el fondo para destinarlos a la Deuda Senior.

Sin embargo, luego que tal operación ha sido realizada, el retorno de los Certificados de Participación será pagado por el Fideicomiso Financiero en UI, en cuyo caso, corresponderá al fideicomiso tomar las providencias necesarias a los efectos de mitigar eventuales impactos por el tipo de cambio de la Deuda Senior tomada en una moneda diferente del peso uruguayo.

3.5. Consideraciones sobre el contenido del Contrato de Fideicomiso.

Para finalizar con las consideraciones acerca de la estructura legal del Fideicomiso Financiero debemos señalar que, del análisis al Contrato de Fideicomiso Financiero, el mismo contempla soluciones similares en materia de régimen de incumplimientos,

imputación de responsabilidad, funcionamiento de asambleas y reporte de información, etc., al de otros instrumentos actualmente estructurados en el mercado de valores local.

El hecho de que el presente Fideicomiso Financiero incorpore pautas de funcionamiento estandarizadas a nivel de los operadores del mercado local y del propio regulador, es un aspecto adicional que contribuye en definitiva a aportar certeza a los inversores sobre el funcionamiento que tendrá en el futuro el presente fideicomiso.

4. Conclusiones

De conformidad con lo establecido en los capítulos anteriores podemos concluir lo siguiente:

- a. La estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad de crédito que el Fideicomiso Financiero se propone realizar.
- b. El Gestor cuenta a la fecha con experiencia propia en Uruguay, administrando precisamente el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I, con lo cual su rol de identificar oportunidades de inversión 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.
- c. La política de identificación de oportunidades de negocio para el Fideicomiso Financiero así como la forma en que se prevé que deberán celebrarse tales operaciones contiene procesos y etapas razonables y acordes al objetivo perseguido por el Fideicomiso. De todas formas, en su ejecución concreta y en cómo la misma se plasme en cada caso particular estará el foco de análisis para los riesgos de los inversores, en la medida que el retorno esperado por la inversión en tales títulos dependerá de la correcta estructuración de las operaciones de otorgamiento de crédito a terceros.
- d. Los roles de los participantes y las obligaciones previstas en el Fideicomiso Financiero contienen las previsiones razonablemente esperadas para mitigar los riesgos a que se encuentra sujeta dicha estructura, y reflejan en definitiva el “estado de arte” y práctica jurídica actual en Uruguay para este tipo de instrumentos.

Sin perjuicio de las conclusiones anteriores, de acuerdo con la sistemática de la regulación del Mercado de Valores, corresponde a cada inversor o potencial inversor valorar en su globalidad los riesgos, beneficios y bondades del instrumento financiero que se ofrece invertir, con la información proporcionada y exigida del emisor por la normativa vigente, entre la que se encuentra el propio informe de calificación realizado por CARE.

Respecto de este último debe tenerse siempre en cuenta que el mismo es una opinión elaborada en base a un manual de procedimiento que previamente es registrado ante el

BCU, que junto con otra información exigida es un componente más de la información que deberá procesar, analizar y valorar cada inversor, o potencial inversor.

Sin otro particular, saludamos a Usted muy atentamente,

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long, sweeping stroke that extends downwards and to the right.

Ricardo Olivera García