

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
CALIFICACIÓN DE LOS  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN  
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO  
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO  
FONDO DE DEUDA PARA  
INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY  
- CAF I**

*Montevideo, abril de 2018*

---

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

---

**Actualización de la Calificación de Riesgo de la Emisión de CPs del FF del Fondo de Deuda para la Inversión en Infraestructura en Uruguay – CAF I  
24-de abril -2018**

<b>Fecha de suscripción:</b>	25 de octubre de 2016
<b>Plazo:</b>	30 años
<b>Fiduciario:</b>	República Administradora de Fondos de Inversión (RAFISA)
<b>Monto:</b>	hasta 2.800.000.000 de UI (equivalente)
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Son el conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso.
<b>Asesor Legal:</b>	Ferrere Abogados
<b>Fideicomitentes y Beneficiarios:</b>	Suscriptores iniciales de los CPs
<b>Gestor:</b>	CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay, S.A. (CAFAMU)
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Entidad Registrante:</b>	RAFISA
<b>Administración y pago:</b>	República AFISA
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE
<b>Vigencia:</b>	hasta el 30 de noviembre de 2018.
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán y Ec. Julio de Brun
<b>Calificación de riesgo:</b>	BBB uy
<b>Manual:</b>	"Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros"

## Resumen General

***CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay – CAF manteniendo la categoría BBB uy de grado inversor.***

El objeto de esta emisión consiste en la generación de recursos para la realización de inversiones en un portafolio de Deuda Senior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay por un monto de hasta UI 2.800 millones. Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

### Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- El análisis jurídico efectuado en ocasión de la calificación original descarta eventualidades de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, entre otros.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

### Respecto de la Administración:

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- La ausencia de historia del Gestor en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay se suple razonablemente con los antecedentes profesionales de los integrantes de su staff, a lo que se suma la vinculación que tiene con la CAF y el compromiso de ésta última de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos. Se destaca la creación de un Comité de Crédito y de una Comisión de Calificación de Cartera cuyos roles están claramente descriptos y, junto al Comité de Vigilancia dan razonable seguridad en el cumplimiento de los objetivos y procedimientos planteados. En la primera inversión concretada esto pudo comprobarse.

### Respecto de los flujos proyectados:

- Como se informó en anteriores actualizaciones, dadas las características del diseño de esta operación, no cuenta con flujos proyectados por cuanto no es posible prever razonablemente las inversiones que habrá de realizar. Si bien, a la fecha de este informe se ha incorporado el primer proyecto de inversión a los activos del Fideicomiso, pero siendo el monto desembolsado hasta el momento de una cuantía menor respecto del tamaño máximo del Fondo de Deuda y del propio proyecto, el panorama general no ha variado en este aspecto. En consecuencia, la nota sigue estando referida fundamentalmente a la capacidad constatada en la concreción de negocios.

### **Respecto del entorno y el riesgo político:**

- En el informe de calificación de CARE de marzo de 2016 se concluyó que dado el grado de desarrollo de la economía uruguaya, el clima favorable para la inversión en infraestructura (tanto por las políticas públicas como el interés privado) y el rezago existente en materia de inversión pública, las necesidades de inversiones para el quinquenio 2016-2021 (que es el período de inversión definido para el Fideicomiso), factibles de ser realizadas bajo la modalidad de Participación Pública Privada (PPP), son de algo más de USD 2,9 mil millones. Este monto excede largamente el capital disponible para invertir por parte de este Fideicomiso Financiero, por lo que no habría restricciones en materia de disponibilidad de proyectos para una total aplicación de los fondos. Entendemos que esa conclusión sigue vigente.
- Por otra parte, dada la necesidad de promover la actividad a realizar por el “Fideicomiso Financiero de Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I”, el Poder Ejecutivo aprobó los Decretos N° 162/15 y 269/15 mediante los cuales se concedieron exoneraciones impositivas tanto al fideicomiso como a la empresa gestora, reforzando así el compromiso político con esta operación.

## I. INTRODUCCIÓN, ANTECEDENTES

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I" (en adelante, CP).

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. Por tanto, la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un elemento más a tener en cuenta. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de lo que, a su juicio, son fuentes confiables.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, vale decir, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al o los proyectos de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, el que sólo puede modificarse con arreglo a determinados procedimientos.

En este caso, en tanto el fideicomiso invierte en deuda de determinadas características que sólo financian proyectos de infraestructura, se prevé la intervención de CARE en ocasión de cada negocio de financiamiento, de tal forma de verificar que la calificación del fideicomiso no cae debajo del grado inversor a medida que se concreta la participación en nuevos financiamientos o si, por el contrario, la concreción satisfactoria de esos negocios determina, dados otros factores, un mejoramiento de la nota inicial<sup>1</sup>. En definitiva, la nota seguirá, entre otros criterios, el cumplimiento del objetivo y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

Como se señaló en anteriores informes de calificación por parte CARE de los CPs de este Fideicomiso, el hecho de que éste se constituía para estructurar operaciones de financiamiento todavía no concretadas le confería características particulares, cobrando particular relevancia en los primeros informes de calificación el análisis de la política de inversión, la conformación de la estructura de decisiones acerca de ella, 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. A la fecha de este informe se ha incorporado el primer proyecto de inversión a los activos del Fideicomiso, pero siendo el monto desembolsado hasta el momento de una cuantía menor respecto del tamaño máximo del Fondo de Deuda y del propio proyecto, aquellos elementos siguen siendo los de mayor peso relativo en la calificación.

<sup>1</sup> Esto sin perjuicio de las actualizaciones regulares de norma

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales<sup>2</sup>. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Julio Preve y el Ec. Julio de Brun. La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de noviembre de 2018.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

Por Decreto 162/2015 del 9 de junio de 2015 el Poder Ejecutivo declaró promovida la actividad a ser desarrollada por el "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I", al amparo del artículo 11 de la Ley N° 16.906 de 7 de enero de 1998, disponiendo las consiguientes exoneraciones fiscales. De esta forma, se otorgó un respaldo a este instrumento de financiamiento de proyectos de infraestructura en Uruguay, tales como aquellos vinculados a la construcción, operación y mantenimiento en el sector transporte, la transmisión y generación de energía y la realización de actividades educativas. En el informe de calificación efectuado por CARE en marzo de 2016 se destacaba que esta operación era implementada como una respuesta a las necesidades de inversión en infraestructura en Uruguay. Se estimaba a través de diversas fuentes un rezago en materia de inversión pública ubicado entre USD 1.500 y USD 2 mil millones de dólares y se identificaban proyectos de inversión para ejecutar bajo la actual Administración que demandarían fondos en el orden de los mil quinientos millones de dólares, todo lo cual excede con holgura el tamaño definido para la emisión en CPs de este fideicomiso financiero.

La operación es gestionada por CAF-AM Administradora de Activos – Uruguay S.A. - el "Gestor", una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay, íntegramente de propiedad y subsidiaria de CAF ASSET MANAGEMENT CORP. ("CAF-AM"). Por su parte, CAF-AM es sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de Panamá, y es una subsidiaria íntegramente de propiedad CAF, institución financiera multilateral de derecho internacional público, creada por Convenio Constitutivo suscrito en Santa Fe de Bogotá, Colombia, el 7 de febrero de 1968, y reconocida por la República Oriental del Uruguay mediante Acuerdo aprobado por la Ley N° 17.529 de 9 de agosto de 2002.

La empresa fiduciaria del fideicomiso financiero es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA), una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión cuyo capital pertenece en su totalidad al Banco de la República Oriental del Uruguay, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay.

El Fideicomiso tiene por objetivo invertir en un portafolio de Deuda Senior de Proyectos de Infraestructura en Uruguay. Las Inversiones en deuda serán efectuadas por el Fiduciario, que contará con el asesoramiento y las recomendaciones del Gestor, siguiendo la política de inversión que se detalla en el Contrato de Fideicomiso y el de Gestor.

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

El 7 de agosto de 2017 se suscribió el contrato de préstamo entre el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I y Consorcio PPP Rutas del Litoral S.A., adjudicataria del contrato PPP para realización de obras y mantenimiento en las Rutas 21 y 24. Esta operación, por hasta un máximo de hasta 685 millones de UI, es el primer crédito otorgado con cargo a dicho Fideicomiso.

En noviembre de 2017, en base a la documentación presentada en el Banco Central del Uruguay para tramitar el registro de los CP, a la organización y procedimientos establecidos entre el Gestor y el Fiduciario y los términos de la primera operación de préstamo antes señalada, CARE otorgó la calificación BBB (uy) a dicho instrumento.

### **3. Las principales características de esta operación**

- El Fideicomiso invertirá en un portafolio de Inversiones en Deuda de Proyectos de Infraestructura en Uruguay.
- Las Inversiones en Deuda serán originadas y analizadas por el Gestor, de acuerdo con lo establecido en el Contrato de Gestión y siguiendo la Política de Inversión que se detalla en el Anexo 1 del Contrato de Fideicomiso. Identificada la operación, la pondrá a disposición de la CAF para que ésta evalúe si participa en el riesgo del Proyecto de Infraestructura mediante un instrumento de deuda. Cuando el Gestor encuentre atractiva una oportunidad de inversión, el Fideicomiso iniciará un proceso de debida diligencia que podrá concluir en la elaboración de una Hoja de Términos con las condiciones de la inversión en deuda.
- El Fideicomiso cuenta con un Comité de Crédito, cuyos miembros son elegidos por el Gestor, el cual es el órgano responsable del análisis de las Inversiones en Deuda y sus emisores, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de Inversiones en Deuda que el Gestor pone bajo su estudio.
- El Fideicomiso cuenta 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 Fideicomiso cuenta con un Comité de Vigilancia encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones a cargo del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés.
- Las propuestas consideradas aceptables por el Gestor y que cuentan con la participación de la CAF son elevadas al Comité de Crédito del Gestor, que recomienda en forma independiente la decisión de inversión por parte del Fiduciario. En casos de discrepancia entre las recomendaciones del Gestor y las decisiones de inversión de la CAF, se somete la cuestión a la opinión del Comité de Vigilancia del Fideicomiso.

- El Fiduciario mantiene 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.
- El Fiduciario evalúa en forma independiente las recomendaciones recibidas del Gestor, pudiendo incluso oponerse fundadamente a algunas de ellas, en cuyo caso se recaba la opinión del Comité de Vigilancia del Fideicomiso, previa notificación al Gestor.
- Con los Activos del Fideicomiso o los Fondos Líquidos el Fiduciario no puede contraer ningún tipo de deuda o endeudarse cualquiera sea la forma con el patrimonio fiduciario. No obstante, el Fideicomiso puede 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.
- De acuerdo con los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitió Valores de acuerdo con los términos y condiciones que se indican en este Prospecto.
- El 25 de octubre de 2016 se realizó la suscripción por el total de la emisión de UI 2.800.000.000 (Unidades Indexadas dos mil ochocientos millones). El 7 de diciembre de 2016 se llevó a cabo la primera integración de capital.
- El 7 de agosto de 2017 se acordó entre el Fiduciario y Consorcio PPP Rutas del Litoral la primera operación de crédito con cargo al Fondo, por un total aproximado de USD 87 millones. Hasta la fecha de este informe, se llevan efectuados desembolsos por un total de UI 101,9 millones (aproximadamente 13 millones de dólares).
- El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 30 años a contar desde la suscripción de los Valores, el cual podrá ser prorrogado por decisión de la Mayoría Especial de Titulares. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá extinguirse en forma previa, 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. La información analizada

La información analizada para esta actualización fue la siguiente:

- Estados Contables auditados de RAFISA al 31/12/2017
- Estados contables del fideicomiso al 31/12/2017 y su informe de auditoría correspondiente.
- Estados Contables de CAFAMU al 30/09/2017 con informe de compilación
- Información referida al Gestor
- Documentación referente al contrato de préstamo entre el Fideicomiso Financiero y la empresa Consorcio PPP Rutas del Litoral S.A.
- Actas que dejan constancia de las intervenciones de los órganos de asesoramiento y control del Fideicomiso en torno a la evaluación y aprobación de la operación de préstamo antes mencionada.
- Información de avance de obra en la operación de préstamo a Rutas del Litoral S.A.
- Constancias de informes regulares de los distintos órganos de gobernanza 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 nota<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> "MANUAL DE CALIFICACIÓN DE FINANZAS ESTRUCTURADAS ADMINISTRADAS POR TERCEROS

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

#### 1. Descripción general

Fueron emitidos en oferta pública Certificados de Participación (CP) en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Dichos títulos son emitidos de acuerdo con el siguiente detalle:

<b>Denominación</b>	Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I
<b>Fiduciario</b>	República Administradora de Fondos de Inversión (RAFISA)
<b>Gestor</b>	CAFAMU
<b>Entidad representante</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
<b>Títulos a emitirse</b>	Certificados de Participación
<b>Activos del fideicomiso</b>	Son el conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso
<b>Moneda</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas (UI)
<b>Importe de la emisión</b>	UI 2.800.000.000 con integración diferida
<b>Distribuciones</b>	Trimestrales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
<b>Calificadora de Riesgo</b>	CARE Calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo</b>	BBB (uy)

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico efectuado descarta eventualidades de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, entre otros. Los documentos del Fideicomiso Financiero y sus contratos asociados fueron evaluados en oportunidad de la calificación original (marzo de 2016) y tras las modificaciones surgidas en el proceso de registración ante el Banco Central del Uruguay (agosto de 2016). En resumen, las conclusiones emanadas de dicho análisis fueron las siguientes:

- 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. La ausencia de historia del Gestor en su rol de identificar oportunidades de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay se suple razonablemente con los antecedentes profesionales de los integrantes de su staff, a lo que se suma la vinculación que 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 los CP dependerá de la correcta estructuración de las operaciones de otorgamiento de crédito a terceros.

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. En función del análisis efectuado en oportunidad de las calificaciones anteriores, no habiéndose producido cambios, se concluye *que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

**Riesgo por iliquidez.** Los CPs fueron suscritos en su totalidad por las administradoras de fondos de ahorro previsional (AFAPs). Por tal motivo cabe presumir que su tenencia en los portafolios de dichas administradoras permanecerá hasta el vencimiento, con poca probabilidad de operativa en el mercado secundario. Por este motivo puede considerarse que los instrumentos tienen una liquidez propia de las características del mercado uruguayo. *El riesgo es medio.*

### III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: REPUBLICA AFISA S.A. en su condición de emisora y fiduciaria del Fideicomiso Financiero (RAFISA) y CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A, en adelante CAFAMU en su calidad de Gestor. También es relevante considerar la presencia de la Corporación Andina de Fomento (CAF), no sólo como propietario final del patrimonio de CAFAMU, sino también por la incorporación de su experiencia en el financiamiento de obras de infraestructura, que suple la falta de antecedentes de la empresa gestora.

#### La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC al cierre del 31/12/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 555.505, prácticamente igual que el año anterior. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,31. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-17</b>	<b>31-Dec-16</b>	<b>31-Dec-15</b>
<b>Activo</b>	<b>637.392</b>	<b>636.880</b>	<b>714.204</b>
Activo Corriente	249.236	219.778	457.830
Activo no Corriente	388.155	417.102	256.374
<b>Pasivo</b>	<b>81.887</b>	<b>78.969</b>	<b>96.271</b>
Pasivo Corriente	57.829	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.058	20.433	8.621
<b>Patrimonio</b>	<b>555.505</b>	<b>557.910</b>	<b>617.932</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>637.392</b>	<b>636.880</b>	<b>714.204</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,31</b>	<b>3,75</b>	<b>5,22</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una disminución en su facturación del orden del 12 % respecto al ejercicio anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado

ya que los gastos de administración y ventas se mantienen relativamente constantes. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a diciembre de 2017 y su comparativo con los dos ejercicios anteriores.

<b>Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-17</b>	<b>31-Dec-16</b>	<b>31-Dec-15</b>
Ingresos Operativos	270.590	307.513	321.020
Gastos de Adm y Ventas	(225.274)	(217.054)	(206.613)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>45.316</b>	<b>90.458</b>	<b>114.408</b>
Resultados Diversos	622	84	41
Resultados Financieros	17.636	29.802	84.555
IRAE	(16.323)	(31.299)	(49.938)
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>47.251</b>	<b>89.044</b>	<b>149.066</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva y pese a la caída en los resultados, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 31 de diciembre de 2017, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

## El Gestor

CAFAMU (el "Gestor") es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay, íntegramente de propiedad y subsidiaria de CAF Asset Management Corp. ("CAF-AM"). Por su parte CAF-AM es sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República de Panamá, subsidiaria íntegramente de propiedad de la Corporación Andina de Fomento ("CAF") institución financiera multilateral de derecho internacional público, creada por convenio constitutivo suscrito en Santa Fe de Bogotá, Colombia, el 7 de febrero de 1968, y reconocida por la República Oriental del Uruguay mediante acuerdo suscrito con la CAF en fecha 14 de septiembre de 2001, ratificado por el Parlamento uruguayo a través de la Ley N° 17.529 de 9 de agosto de 2002.

Incorporada en el 2014, CAF-AM es la entidad gestora de fondos de CAF, encargada de manejar fondos de capital de terceros. CAF-AM presenta un modelo de negocio independiente, sustentado en una estructura de gobierno corporativo propio y con gerencia experimentada en la región. Brinda a los inversionistas institucionales la oportunidad de beneficiarse de la presencia y experiencia de CAF en Latinoamérica, de su historial crediticio y de su pipeline de proyectos.

Si bien CAF-AM se apalanca en la capacidad de CAF de originar y estructurar transacciones de financiamiento de proyectos de infraestructura, lo hace preservando su autonomía en la toma de decisiones como gestor de fondos de terceros en el contexto de sus obligaciones fiduciarias. Cabe subrayar que aun así CAF no está obligada a desarrollar, ni es por tanto responsable, acerca de los servicios que presta CAF-AM.

La estructura organizacional de CAFAMU incorpora en sus cargos personas de reconocido prestigio y experiencia en el sector financiero uruguayo, especialmente en lo que tiene que ver con la gestión de portafolios de inversión y de carteras de crédito. Sin perjuicio de ello, la falta de antecedentes en el mediano y largo plazo, tanto de CAF-AM como de CAFAMU hacen que, por el momento, CARE siga sosteniendo su calificación en el apoyo que esta estructura recibe de la transferencia de conocimientos de la propia CAF. Los antecedentes de CAF y su experiencia en gestión de cartera de préstamos en América Latina fueron ampliamente analizadas en el informe de calificación original y no resulta pertinente reiterarla acá.

El directorio de la Sociedad, por acta de directorio de fecha de 11 de octubre de 2016, resolvió modificar la fecha de cierre de ejercicio económico del 31 de diciembre al 30 de setiembre de cada año. Tal como se da cuenta en otra sección de este informe, en agosto de 2017 se concretó la primera operación.

Consistentemente con lo anterior, CAFAMU, que es una sociedad formada para la administración de este Fideicomiso no ha tenido más actividad que la mencionada líneas arriba. Sus EE.CC al 30/9/17 (ya comentados en la actualización anterior) reflejan una situación patrimonial positiva producto de la integración de capital que posibilitara su funcionamiento y sus resultados son negativos por cuanto no ha tenido ingresos operativos relevantes, pero sí gastos de funcionamiento. Es de suponer que, a partir de la concreción de negocios, esta situación se habrá de revertir lo que será objeto de seguimiento por parte de CARE en sucesivas actualizaciones.

Refuerza la actuación de la empresa gestora, el diseño del gobierno corporativo ampliamente comentado en actualizaciones anteriores y que ya fuera utilizado satisfactoriamente en la concreción del primer proyecto de inversión de agosto de 2017 tal como se da cuenta en otra sección de este informe.

### **El Fideicomiso**

Como se ha mencionado, el Fideicomiso se creó mediante contrato celebrado el 29/2/16 entre RAFISA y CAFAMU (con posterioridad las partes acordaron modificar ciertos términos y condiciones). El mismo se encuentra amparado bajo las disposiciones de la Ley 17.703 del 27 de octubre de 2003. Su inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 28/9/16.

Como ya se ha informado, la primera operación se produjo el 7/8/17 con la firma del contrato de financiación con el "Consortio PPP Rutas del Litoral SA" mediante el cual el Fideicomiso se compromete a financiar el 80 % de la obra lo que representa UI 685 millones.

A la fecha de cierre, se habían realizado desembolsos por UI 73.370.000 y se percibieron \$ 37.793.958 por concepto de comisiones de financiamiento y administración.

Un resumen de los EE.CC al 31/12/17 y su comparativo con el año anterior se expone a continuación

### Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles \$)

Concepto	31-Dec-17	31-Dec-16
<b>Activo</b>	<b>266.149</b>	<b>6.787</b>
Activo Corriente	28.414	6.787
Activo no Corriente	237.735	
<b>Pasivo</b>	<b>4.272</b>	<b>2.659</b>
Pasivo Corriente	4.272	2.659
Pasivo no Corriente		
<b>Patrimonio</b>	<b>261.877</b>	<b>4.128</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>266.149</b>	<b>6.787</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>6,65</b>	<b>2,55</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

### Cuadro 4: Estado de resultado integral (miles de \$)

Concepto	31-Dec-17	31-Dec-16
Ingresos	9.413	-
Gastos de administración	(22.166)	(783)
Resultados financieros	4.634	3
<b>Resultados del ejercicio</b>	<b>(8.120)</b>	<b>(780)</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Tal como se informara en la anterior actualización, en octubre de 2016 los inversores suscribieron certificados de participación (CP) por un monto total de UI 2.800 millones; con fecha 7/12/16 se integraron en efectivo CP's por UI 6.036.930 y posteriormente, el 28/8/17, para posibilitar la operación citada, hubo una segunda integración de CP's por UI 73.378.043. En consecuencia, los CP's suscriptos y no integrados a la fecha de cierre del ejercicio 2017 ascienden a UI 2.720.585.027.

#### 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

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 CAF I” es generar rentabilidad para los Titulares a través del conjunto de inversiones en Deuda Senior realizadas por el Fideicomiso. En consecuencia, éstos son los bienes fideicomitidos.

#### Proyecto PPP Rutas 21 y 24

El Fideicomiso, que por contrato cuenta con un plazo de hasta cinco años para invertir los fondos en los proyectos, recibió la suscripción de capital en diciembre del año pasado. El primer contrato de Deuda fue firmado el 7 de agosto de este año, con quien fuese adjudicatario del Contrato de Participación Público Privada (PPP) para el diseño, construcción, operación y financiamiento de la infraestructura vial en determinados tramos de las Rutas 21 y 24: Consorcio PPP Rutas del Litoral S.A. El financiamiento acordado, por hasta un máximo de UI 685 millones, compromete casi una cuarta parte de los recursos previstos para el Fideicomiso. A la fecha de este informe se han efectuado tres desembolsos por un total de UI 101,9 millones (equivalentes a aproximadamente 13 millones de dólares).

Este Contrato PPP había sido firmado el 24 de julio de 2017 entre el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO) y el Consorcio PPP Rutas del Litoral S.A. El plazo del contrato es de 24 años, contados desde la fecha de toma de posesión de la infraestructura vial, acto ocurrido el pasado 31 de julio.

Las inversiones que se estima realizar hasta el año 2020 ascienden a algo más de USD 87 millones<sup>4</sup>, a lo que deben sumarse costos de explotación, los intereses de financiación durante el período de construcción de la obra<sup>5</sup> y otros compromisos financieros, como la constitución del capital de giro y de las reservas requeridas por el contrato de financiamiento y el de PPP. Por su parte, el FF CAF I acordó un financiamiento máximo de UI 685 millones (aproximadamente equivalentes a USD 87 millones). Es decir, el FF CAF I financiará las obras de infraestructura previstas, corriendo por cuenta de los accionistas<sup>6</sup> y los ingresos a recibir en virtud del contrato de PPP la cobertura de las restantes necesidades financieras.

Hasta la fecha de este informe, la obra tiene un avance de aproximadamente 7,4%, materializado en obras por UI 46,3 millones más UI 31,7 millones en concepto de proyecto de ingeniería más reportes de ingeniero independiente. El Consorcio PPP Rutas del Litoral ha efectuado aportes de capital por UI 36,5 millones, de tal manera que la relación entre las disposiciones con cargo al Fondo CAF I y el capital total del proyecto (Fondo CAF I más aportes de capital propio del Consorcio) se sitúa en 74%, respetando el porcentaje máximo de apalancamiento del 80%<sup>7</sup>.

El avance de la obra hasta la fecha de este informe puede considerarse consistente con cronograma oportunamente estimado, por lo que las proyecciones incorporadas en el informe de Calificación de CARE de noviembre de 2017 siguen siendo válidas. En dicho informe se habían analizado también los recaudos obtenidos por el Gestor del Fondo para la recuperación de los créditos otorgados.

<sup>4</sup> La unidad de cuenta del contrato de PPP es la unidad indexada (UI), por lo que las mediciones en dólares estadounidenses son meramente indicativas.

<sup>5</sup> O, más precisamente de acuerdo con el lenguaje del contrato de financiación, el “período de disposición del crédito”.

<sup>6</sup> Ya sea mediante aportes de capital u otorgamiento de préstamos subordinados.

<sup>7</sup> Condición (xii) del numeral 3.2.2 “Condición para la realización de todas las disposiciones con cargo al Crédito”, del Contrato de Financiación entre el Fondo y el Consorcio PPP Rutas del Litoral.

## Otros proyectos

Desde el informe de Calificación de noviembre de 2017 no se han incorporado otras operaciones de préstamo al Fondo CAF I. En la medida que a la fecha de este informe sólo está comprometida una cuarta parte de los recursos totales del Fondo, en un proyecto que recién inicia su avance de obra, aún estamos lejos de poder simular con razonabilidad el flujo de fondos proyectado y la consiguiente rentabilidad de los CPs de este Fideicomiso. Por lo tanto, el Comité de Calificación de CARE sigue considerando que no sería representativo establecer en este momento un flujo de fondos a largo plazo y, en consecuencia, emitir un juicio sobre el rendimiento esperado de los valores. En su lugar, la calificación está apoyada en la valoración efectuada sobre la capacidad y experiencia que el Gestor y el Fiduciario tienen en la selección de proyectos y gestión de carteras de créditos, así como en la estructura de gobernanza y control y los mecanismos de incentivos definidos en el Prospecto de Emisión y los contratos adjuntos.

Sí se ha podido comprobar, en esta instancia, que las previsiones establecidas en el Prospecto en materia de gobernanza fueron cumplidas durante el proceso de aprobación del contrato de préstamo al Consorcio Rutas del Litoral. Del mismo modo, se han aplicado los procedimientos establecidos en el Contrato de Financiamiento entre el Fondo y el Consorcio PPP Rutas del Litoral para efectuar los desembolsos del préstamo. En la medida que en los próximos meses aumente el porcentaje de fondos desembolsados y se incorporen nuevos proyectos podremos emitir una opinión acompañada del correspondiente estimativo de rentabilidad.

## 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 CAFAMU. Esta tiene sus incentivos alineados con el éxito de la operación. *Riesgo bajo.*

**Riesgo de descalce de moneda:** de acuerdo con la política de inversiones, la inversión en Deuda se hará en la misma moneda del proyecto financiado, que por tratarse de actividades destinadas al mercado interno está predominantemente vinculada a la evolución de los precios internos. *Por lo tanto, este el riesgo es casi nulo.*

**Riesgo de demanda,** que está relacionado con la insuficiencia de Proyectos de Inversión a ser financiados de acuerdo con los objetivos del Fideicomiso. *Por las razones que se exponen en la Sección V, este riesgo se considera casi nulo.*

**Riesgo de generación de flujos;** en función de todo lo anterior y teniendo presente la política de intereses mínimos exigidos según el Prospecto de Emisión y documentos adjuntos, *se infiere que el riesgo que las inversiones no generen los flujos necesarios para remunerar los CP's con un rendimiento razonable es bajo.*

## V. EL ENTORNO

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

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

El primero 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 suscrito de la emisión (poco más de USD 350 millones aproximadamente, según las cotizaciones de la UI y el peso uruguayo respecto al dólar al momento de este informe).

En el informe de calificación de CARE de marzo de 2016 se concluyó que 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 2,9 mil millones, lo que excede largamente el capital disponible para invertir por parte de este Fideicomiso Financiero. Entendemos que esa conclusión sigue vigente.

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 del llamado Circuito 5 (tramos de Ruta 14 y Ruta 15) y se encuentran en proceso licitatorio los llamados 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)

- Se encuentra en proceso licitatorio 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 adjudicó provisionalmente un proyecto de construcción de 44 jardines de infantes y 15 centros CAIF y está a estudio del Tribunal de Cuentas, previo a la adjudicación provisoria, un proyecto de construcción de 23 escuelas, 9 polos tecnológicos y 10 polideportivos. Hay otros dos proyectos en proceso licitatorio.

Sin perjuicio de otros proyectos de infraestructura vial, hospitalaria, de viviendas y educativos, que están en la etapa de prefactibilidad o preparación de bases de llamados, existen cuatro iniciativas PPP que cuentan con adjudicación provisional, cuya inversión estimada asciende a unos 1,9 mil millones de unidades indexadas. Hay otros dos proyectos en los que está próxima la etapa de adjudicación provisoria, cuya inversión asciende a uno 1,5 mil millones de unidades indexadas. Por lo tanto, es razonable esperar que en el transcurso del año 2018 y primer trimestre de 2019 el Fideicomiso haya agotado los recursos disponibles, comprometiéndolos en una cartera de entre cinco a siete proyectos.

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.*

## 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 éstos en indicadores.

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

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>8</sup> BBB (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**



Julio de Brun