

**Informe de no objeción a la
inversión en deuda en el proyecto
PPP “Centros de Infraestructura
Educativa”, por parte del
FIDEICOMISO FINANCIERO
FONDO DE DEUDA PARA
INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY
- CAF I**

Montevideo, marzo de 2019

Montevideo, 26 de marzo de 2019

Sr (es)

RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA)

Referencia: Informe de no objeción a la inversión en deuda en el proyecto PPP "Centros de Infraestructura Educativa", por parte del FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE DEUDA PARA INFRAESTRUCTURA EN URUGUAY - CAF I

De nuestra mayor consideración:

En cumplimiento de lo previsto en el literal a) de la sección "Características de las Inversiones en Deuda" del Anexo I al Contrato de Fideicomiso, según la cual "no se podrá realizar una Inversión en Deuda cuando como consecuencia de dicha Inversión en Deuda, los Certificados de Participación pierdan su condición de instrumento pasible de ser adquirido por los Fondos de Ahorro Previsional", cúmprenos informar lo siguiente:

i. ANTECEDENTES

En abril de 2017 CARE efectuó el análisis de riesgo de los Certificados de Participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I" (en adelante, FF CAF I), otorgando la calificación BBB (uy) de grado inversor. Hasta ese momento el Fideicomiso no había efectuado aún inversiones en Deuda de Proyectos de Infraestructura, por lo que la calificación estaba basada en 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.

Con posterioridad a esa evaluación, el FF CAF I celebró contratos de financiamiento para el proyecto PPP "Corredor Vial Rutas 21 y 24", por un monto máximo de UI 685 millones. En cuanto al llamado "Circuito 3"¹, por un monto máximo de UI 840 millones, CARE emitió un informe de no objeción, aunque la operación todavía no fue confirmada. La calificación original por parte de CARE tuvo sucesivas actualizaciones, siendo la última la de 27 de noviembre de 2018, en la que se mantuvo la nota BBB (uy).

El contrato entre CARE y el administrador fiduciario del Fideicomiso, República AFISA, 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. De tal modo se procedió con los contratos de financiamiento anteriormente mencionados.

En esta oportunidad nos ocupamos del proyecto de contrato de financiamiento por parte del FF CAF I a *Centros Educativos Primera Infancia S.A.*² (en adelante, "CEPI" o "la sociedad"), adjudicataria en forma provisional de la licitación del Proyecto "*Diseño, construcción, mantenimiento, operación y financiamiento de 59 centros de infraestructura educativa de dos tipos: 44 Jardines Infantiles y 15 CAIF*" (en adelante, el "Proyecto", o "PPP Educativa 1") según Resolución del Poder Ejecutivo de 2 de abril de 2018.

¹. Más específicamente, el proyecto refiere al "Diseño, construcción, operación y financiamiento de la infraestructura vial en Ruta N° 14 Centro-Oeste, Bypass Sarandí del Yí y conexión R14-R3 - Circuito 3"

². Los accionistas de esta sociedad de objeto exclusivo son CONAMI (40%), Nelit S.A. (40%) y BASIREY (20%). Las tres son sociedades uruguayas, con antecedentes en el sector construcción, ya sea como constructoras propiamente dichas, o dedicadas a la comercialización de materiales o la gestión de proyectos.

Como consecuencia de los compromisos asumidos por CARE frente a República AFISA, la calificadora realizó un exhaustivo análisis de los términos del contrato de financiamiento y de los procedimientos seguidos, a efectos de poder fundar su “no objeción” a la firma. Este documento resume los fundamentos del dictamen de CARE.

ii. EL PROYECTO PPP

El Contrato de Participación Público-Privada (PPP) que habrá de firmarse entre, por una parte, el Instituto del Niño y Adolescente del Uruguay (“INAU”) y la Administración Nacional de Educación Pública (“ANEP”) y, por otra, CEPI S.A., tiene como objeto el diseño, construcción, mantenimiento, operación y financiamiento de 59 centros de infraestructura educativa de dos tipos: 44 Jardines Infantiles y 15 CAIF. El plazo del contrato es de 22 años, que se contarán desde la firma del contrato licitado.

Las inversiones que se estima realizar durante el período de construcción (que corresponden al período de desembolso del préstamo y que se prolonga por unos dos años) ascienden a UI 611 millones³, cifra que incluye, además de los costos de construcción, los gastos de estructuración del proyecto y el capital de trabajo necesario para constituir las cuentas de reserva y la caja necesaria para cubrir necesidades operativas. A esto deben sumarse gastos financieros durante el período de construcción por el equivalente de UI 53 millones, lo que totaliza en el período necesidades de fondos por UI 664 millones.

Por su parte, el FF CAF I propone un financiamiento máximo de UI 441 millones⁴, a los que se suman UI 44 millones de un préstamo de características contractuales idénticas por parte de la Corporación Andina de Fomento (CAF)⁵. El resto de las necesidades de fondos se cubren por los ingresos operativos netos de la PPP durante el período de construcción (UI 55 millones) y aportes de capital por UI 124 millones.

De acuerdo con lo previsto en el Contrato de PPP, CEPI percibirá ingresos bimestrales⁶ por concepto de “pago por disponibilidad, que comienza tras la puesta en servicio de cada centro. Esto significa que los pagos requeridos por el Consorcio en su oferta estarán afectados por coeficientes que miden la adecuada utilización de las obras por parte de los usuarios⁷.

Esta forma de cálculo del pago a recibir por el adjudicatario es un elemento característico de la distribución de riesgos entre Contratante y Contratista en los proyectos PPP. Además de las penalizaciones por defectos técnicos en el estado de la obra, también son de cargo del Contratista los riesgos asociados a las variaciones en los costos de la obra o las desviaciones en el período de construcción. Los defectos en la obra no sólo pueden disminuir los ingresos previstos, sino que también pueden ser causal de rescisión anticipada por razones atribuibles al Contratista.

³. El valor de la unidad indexada (UI) a la fecha de este informe es de \$ 4,1284. El tipo de cambio al cierre de la misma fecha fue de \$ 33,435.

⁴. Si se suman a los UI 1.525 millones comprometidos en la PPP de Rutas 21 y 24 y en la del llamado “Circuito 3” se totalizarían hasta el momento UI 1.966 millones, del total de UI 2.800 millones previstos en el Prospecto como tamaño del Fondo.

⁵. La posibilidad de cofinanciamiento de la CAF está expresamente prevista en el Prospecto de Emisión de los Certificados de Participación en el Fideicomiso FF CAF I.

⁶. Sin perjuicio de esto, la evaluación de la calidad de los servicios prestados se evalúa mensualmente.

⁷. De acuerdo con el Pliego de Condiciones Técnicas, existen deducciones por concepto de fallas de disponibilidad, fallas de calidad reactiva (rapidez con la que se responde ante un evento) y fallas de calidad no reactiva (cuando no se realiza una actividad esperada). A los efectos de la aplicación de las deducciones, se dividen los jardines y centros CAIF en áreas funcionales que generan, a su vez, unidades de servicio (US). La falta de disponibilidad genera deducciones de unidades de servicio que, en definitiva, afectan el pago por disponibilidad.

iii. CONTRATO DE DEUDA

De acuerdo con lo establecido en el borrador de contrato de préstamo entre FF CAF I y CEPI, se trata de una operación a 20 años de plazo. En los dos primeros se efectúan los desembolsos según el avance de las obras. Se amortiza en 36 cuotas semestrales, correspondiendo la primera al mes 32 desde la firma del contrato. La tasa de interés aplicable será del 6,44% nominal anual, en unidades indexadas⁸. Se prevé una tasa de interés moratorio de 200 puntos básicos adicionales a la tasa de interés. También se incluye una comisión de financiamiento del 1,5% del monto del préstamo, una tasa de compromiso del 1% anual sobre los montos no desembolsados y una comisión de administración de USD 10 mil anuales.

El contrato de préstamo contiene las estipulaciones habituales para la protección del acreedor, como garantías de los accionistas, limitaciones a la generación de nuevas deudas con cargo al Proyecto, el mantenimiento de ratios de cobertura mínimos⁹ y la imposición de requisitos de liquidez mínimos a través de diversas cuentas, establecidas en el contrato de Préstamo o en Contrato PPP¹⁰. A esto se suman los colaterales y medidas preventivas propias de los contratos PPP, como ser la posibilidad de cesión en garantía de CEPI a FF CAF I de los derechos y obligaciones emergentes del borrador de Contrato PPP, a efectos de que el acreedor pueda a su vez cederlos a un tercero. También está previsto hacer uso del mecanismo de Prenda Especial de PPP, según el cual el acreedor tiene derecho a solicitar que se subaste públicamente el Contrato de PPP conforme a lo establecido en el artículo 58 de la Ley N° 18.786 de 19 de julio de 2011 y artículo 82 y siguientes del Decreto N° 017/2012.

Asimismo, dentro del plazo de 90 días desde que hubieren recibido la notificación referida en el literal d. anterior, las Entidades Financiadoras podrán optar por ceder el Contrato y proponer un cesionario de acuerdo con lo previsto en la cláusula 15.1 del contrato PPP.

Siendo el monto invertido en las obras la principal garantía generada por el propio Proyecto en caso de rescisión anticipada del Contrato PPP, en el Contrato de Préstamo se ha tenido cuidado en vincular los desembolsos a las certificaciones efectuadas por un Asesor Técnico. Pero además, CEPI efectúa un contrato de Ingeniería y Construcción a un consorcio integrado por CONAMI (60%) y Basirey (40%), al que se le trasladan los riesgos de construcción, ofreciéndose seguros y garantías suficientes en caso de multas o desvíos de costos.

Para el caso en cuestión, según el informe técnico presentado por CAFAM, el riesgo de construcción y operación está razonablemente mitigado por los antecedentes de las empresas contratantes, la relativa estandarización y baja complejidad del tipo de obra a realizar y, asociado con ello, la relativa sencillez en la selección de posibles sustitutos para la ejecución del contrato en caso de incumplimiento del Contratista.

⁸. En rigor, se calcula como un spread del 2,85% sobre la deuda soberana, con un mínimo de 6,10% y un máximo de 6,60%.

⁹. Ratios de Deuda Senior a Total de Fondos y de Cobertura de Servicio de la Deuda.

¹⁰. Fondo de Reparación, Cuenta de Reserva del Servicio de la Deuda y Cuenta de Reserva de Reposición de equipos, materiales y otros.

Nos merece cierta nota de atención, sin embargo, el hecho de que el Contratante esté representado por entidades de bajo desarrollo institucional en este tipo de contratos, como lo son ANEP e INAU. A diferencia del Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO), estas entidades tienen menor experiencia en gestión de proyectos de construcción, lo que puede generar demoras administrativas y problemas de gestión a la hora de evaluar el grado y calidad de los avances. La condición de autonomía financiera de ambos organismos, en tanto integrantes del artículo 220 de la Constitución de la República, genera un factor de incertidumbre adicional. Por ello, sin perjuicio del respaldo que supone la calidad crediticia del Estado uruguayo como persona pública mayor, no pueden descartarse retrasos e incluso la falta del suficiente compromiso político de estas entidades con el proyecto a lo largo de su vida. A los efectos del riesgo de los inversores en Deuda Senior, esta cuestión vuelve relevante el adecuado cálculo del recupero de la inversión en caso de incumplimiento o rescisión por parte del Contratante, con la adecuada cobertura o "primera pérdida" que pueda constituir el capital del Contratista.

iv. CONCLUSIONES

De acuerdo con lo señalado, tanto el borrador del Contrato de Financiamiento entre FF CAF I y CEPI como el proceso de análisis y toma de decisiones que llevó a su configuración concuerdan con las expectativas sobre las que CARE había basado su calificación de riesgo.

Concretamente, la tasa de interés aplicada sobre los fondos aportados y las salvaguardias adoptadas para morigerar impactos adversos sobre los flujos de fondos del proyecto en lo que refiere a los compromisos de la deuda, confirman en forma preliminar las expectativas de rentabilidad del Fondo¹¹. Asimismo, se han establecido garantías adecuadas para preservar el capital aportado bajo la forma de Deuda Senior al Proyecto.

La operación en cuestión presenta incluso menos riesgos por la parte de la que es responsable el Contratista que otros proyectos de inversión en Deuda que se están haciendo con cargo al Fondo. El gestor (CAFAM) hace notar la poca experiencia del contratista en materia concesional como un elemento sobre el que merece hacer un seguimiento a lo largo de la vida del proyecto. Concordando con ello, queremos también señalar la relativa debilidad institucional de la parte Contratante, debido a falta de antecedentes de los organismos públicos involucrados como merecedora de una nota de atención que, sin desmerecer el riesgo crediticio, hace poner énfasis en los grados de cobertura del servicio de deuda que ofrecen el ratio de apalancamiento y las disponibilidades en las cuentas de reserva. Exige también, de parte del Fiduciario y del Gestor, un estrecho seguimiento del funcionamiento de las unidades de supervisión de la calidad de las obras y del fluido intercambio de información entre éstas y los responsables de los pagos en tiempo y forma al Contratista.

Por otro lado, también se ha confirmado en los hechos la aplicación de los procedimientos de gobierno corporativo comprometidos en el Prospecto de Emisión, que también constituyeron una fortaleza sobre la cual CARE basó su calificación.

¹¹. Sin perjuicio del análisis más exhaustivo de la cartera que se realiza en oportunidad de las revisiones periódicas de la calificación.

En conclusión, el Comité de Calificación de CARE no objeta la presente operación de Deuda, en el entendido que no afecta en forma negativa la calificación BBB (uy) efectuada en abril de 2017 y actualizaciones posteriores.



Julián de Brun



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez