

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS DE DEUDA A SER EMITIDOS POR EL “FIDEICOMISO FINANCIERO CAMINO A LAS SIERRAS I”

Montevideo, setiembre de 2024

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
10	II LOS TITULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO	INFORME JURIDICO

**CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO
CAMINO A LAS SIERRAS I”
04 - setiembre - 2024**

Títulos de Deuda:	Títulos de deuda escriturales de oferta pública a emitirse en dos series por la suma de hasta 93 millones de dólares de valor nominal. Serie 1.- USD 26.500.000 Serie 2.- Hasta USD 66.500.000
Activo Fideicomitado:	los derechos de crédito transferidos por el Fideicomitente al patrimonio del Fideicomiso, derivados de los pagos 2 al 10 realizados por el MTOP bajo el Aporte 3 del Acuerdo Ruta 8 y la totalidad de los Aportes 2, 3, 4 y 5 del Acuerdo Ruta 9, por la suma de hasta 126 millones de dólares.
Plazo del Fideicomiso:	Hasta la cancelación de los valores, con un máximo de 30 años. Fecha estimada del vencimiento de los últimos títulos en el escenario base, octubre de 2036.
Fideicomitente:	Camino a las Sierras SA.
Amortización:	El pago de capital e intereses se realizará en cuotas, anuales, iguales y consecutivas. En 9 cuotas los títulos de la serie 1 (Acuerdo Ruta 8) y en 10 cuotas los títulos de la serie 2 (Acuerdo Ruta 9).
Garantía:	El patrimonio del Fideicomiso será la única y exclusiva garantía, y el único mecanismo de pago de los valores.
Tasa de interés:	5,9% anual en dólares.
Fiduciario, Entidad Registrante y Agente de Pago:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	AA.uy ¹
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril 2025 ² .
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros.

¹. La misma puede variar ante la ocurrencia de hechos relevantes.

². De emitirse este año.

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha calificado los títulos de deuda a emitir con el respaldo del Fideicomiso Financiero “Camino a las Sierras I” con la categoría AA uy de grado inversor.

El objetivo de la emisión es la obtención de financiamiento por parte del Fideicomitente (Camino a las Sierras SA), mediante la emisión por oferta pública por parte del Fiduciario de títulos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos transferidos.

Para alcanzar estos fines se plantea la emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a realizarse en por el Fideicomiso en dos series, por hasta la suma de USD 93.000.000.

Los créditos transferidos al patrimonio del Fideicomiso, son los derivados de los aportes que el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOP), debe realizar luego de cumplidos ciertos hitos por parte de la empresa Camino a las Sierras SA, en el marco de los Acuerdos de la Ruta 8 y 9.

Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

Respecto de los títulos de deuda

- El presente fideicomiso se realiza al amparo de la Ley 17.703 y en el proceso de su estructuración se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y poder normativo de los contrayentes. No se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda. (Véase Informe Jurídico en el Anexo I).
- Una cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de las cuotas que la empresa Camino a las Sierras tiene derecho a recibir por los trabajos realizados en el marco de los Acuerdos de Ruta 8 y Ruta 9, bajo contrato con el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOP).
- La Serie I corresponde a la cesión de las 9 cuotas restantes (de la 2 a la 10) del Aporte 3 del Acuerdo Ruta 8 por 36 millones de dólares, que respaldarán una emisión de 26,5 millones. La integración se realizará al siguiente día hábil de la emisión, ya que se han completado todos los hitos comprometidos. El primer pago de capital e intereses de los títulos de la serie I será el 5 de octubre de 2025 y vencerán el 5 de octubre de 2033.
- La Serie II se corresponde con la cesión de las cuotas correspondientes a los Aportes 2,3,4 y 5 del acuerdo Ruta 9 por 90 millones de dólares que respaldarán una emisión de hasta 66,5 millones. El monto a emitir para cada Acuerdo será el equivalente al valor presente de la sumatoria de las cuotas a ser pagadas por el MTOP, multiplicados por el coeficiente de ajuste (95,14%) y descontados a su valor presente del día de la emisión, utilizando la tasa de interés compensatoria prevista. Las integraciones de los Títulos de Deuda de la Serie II serán realizadas en forma diferida, ya que será una condición previa a cada una de las integraciones, la recepción por

parte del Fiduciario de la aceptación otorgada por el MTOP a la notificación de la cesión de los créditos, una vez los mismos hayan sido originados de acuerdo con lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y los Acuerdos Ad-Referéndum. El primer pago de capital e intereses de los títulos de la serie II será el 5 de diciembre de 2027 y vencerán el 5 de octubre de 2036.

- En todos los casos (Series I y II) será una condición previa a la integración, la recepción por parte del Fiduciario de la aceptación otorgada por el MTOP a la notificación de la cesión de los créditos, una vez los mismos hayan sido originados de acuerdo con lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y los Acuerdos Ad-Referéndum.
- Los pagos cedidos del Acuerdo Ruta 8 (2 a 10) se encuentran libres de todo gravamen, son irrevocables, independientes y serán parte del patrimonio del Fideicomiso. Los pagos correspondientes al Acuerdo Ruta 9 se encuentran libres de todo gravamen, son irrevocables, independientes y serán integrados al fideicomiso una vez alcanzado el hito y generado el crédito irrevocable con el MTOP.
- El patrimonio fideicomitado constituirá la única y exclusiva garantía y mecanismo de pago de los valores.
- El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido hasta la cancelación en forma total de los títulos de deuda emitidos por el Fiduciario y las demás obligaciones derivadas del Contrato. En ningún caso dicho plazo excederá el plazo máximo de 30 años establecido en la Ley.
- Al ser los pagos del MTOP irrevocables, e independientes del resto de las condiciones de la concesión, esto permite aislarlos del resto de los riesgos naturales de la operativa de una empresa constructora, y generar un instrumento financieramente adecuado. De esta forma se constituye esencialmente en un instrumento con exposición al riesgo de crédito soberano del Estado Uruguayo, en dólares americanos, y con un premio por encima de otras emisiones de deuda soberana directas.

Respecto de la Administración y los Flujos proyectados

- La administración fiduciaria está a cargo de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Los créditos transferidos por el Fideicomitente al patrimonio del Fideicomiso corresponden a los pagos 2 al 10 realizado por el MTOP bajo el Aporte 3 del Acuerdo Ruta 8 y la totalidad de los pagos de los Aportes 2 al 5 del Acuerdo Ruta 9, por la suma de hasta USD 126.000.000 (dólares ciento veintiséis millones), por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los títulos de deuda y gastos del fideicomiso.
- El monto de los títulos se establece teniendo en cuenta el flujo cierto de ingresos (aportes del MTOP), la tasa de interés a pagar y el ajuste para cubrir la totalidad de los gastos y los imprevistos. De esta forma estarían contemplados los riesgos de la operación.

Respecto del entorno

- El instrumento utilizado aparece como una fuente de financiamiento idónea para la inversión pública en condiciones de estrechez fiscal y viene siendo utilizado a lo largo de los últimos años, por lo que no cabría esperar mayores cambios en esta política de inversión.
- El comportamiento de las diferentes administraciones no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default o un incumplimiento de los compromisos asumidos y de la violación de los contratos. Por tanto no hay elementos que permitan advertir este peligro de incumplimiento.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos en dos series por EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en su calidad de fiduciaria del Fideicomiso Financiero denominado "Camino a las Sierras" por un monto total de hasta la suma de USD 93.000.000. Los títulos que se califican se emitirán con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte de la empresa Camino a las Sierras en su calidad de Fideicomitente de las cuotas (aportes) a recibir del MTOP por concepto de los Acuerdos de Ruta 8 y Ruta 9. Los montos cedidos se destinarán para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y gastos del Fideicomiso, más los importes necesarios para cubrir el pago de gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial que exija la administración y gestión del Fideicomiso.

EF ASSET MANAGEMENT AFISA integrará este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (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 el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde³.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos representativos de deuda escriturales que serán emitidos por EF ASSET MANAGEMENT al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 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. Estos, 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 Martín Durán Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber, y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe se anexa a éste.

³. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

2. Antecedentes generales

- A través de la Licitación Pública N° 6/2000 y mediante la Resolución del Poder Ejecutivo de fecha 24 de abril de 2001, el MTOP adjudicó a la empresa Camino a las Sierras S.A. la “Construcción de las obras iniciales, gestión de conservación, explotación y operación de toda la infraestructura vial dentro de la faja de dominio público de la Ruta N° 8, entre el km 31.390 y el km 115.700 (excluido el tramo urbano en Solís de Mataojo).
- En el marco de esa Concesión, se otorgaron, entre otros, dos acuerdos ad referendum: el 5 de enero de 2021 el “Acuerdo Ruta 8” y el 20 de noviembre de 2023 el “Acuerdo Ruta 9”, por los cuales el MTOP encomendó a Camino a las Sierras la realización de ciertas obras adicionales en el tramo concesionado.
- Desde el año 2015 el Fideicomitente ha celebrado con el MTOP diversos contratos de infraestructura con una estructuración financiera muy similar a lo que luego se denominó Contratos CREMAF. Es decir, básicamente la empresa constructora realiza la obra, financiando directamente al Estado. El pago financiado se realiza luego de dos formas: a) con un pago irrevocable y sin riesgo performance – posible de ser vendido sin recurso y cuyo único riesgo es el riesgo de crédito del Estado Uruguayo y; b) un pago sujeto a disponibilidad y buen estado de mantenimiento de la carretera (en el caso de Camino a las Sierras SA, la extensión del plazo de operación del peaje).
- En contrapartida de la realización de las obras bajo el Acuerdo Ruta 8, el MTOP se obligó a realizar los pagos definidos como “Aportes” una vez que se alcancen ciertos hitos de inversión. Al día de la fecha, todos los hitos de esta obra (Hito 1, 2 y 3) han sido alcanzados. Los Aportes 1 y 2, correspondientes a los Hitos 1 y 2 respectivamente, han sido cedidos sin recurso a un Banco privado. Con respecto al Aporte 3, las cuotas 2 a la 10, han sido integradas al presente fideicomiso. La cuota número 1 del Aporte 3 ya fue cobrada por el Fideicomitente de acuerdo al cronograma de pago pactado con el MTOP y no forma parte del presente fideicomiso.
- En contrapartida de la realización de las obras bajo el Acuerdo Ruta 9, el MTOP se obligó a realizar los pagos definidos como “Aportes” una vez que se alcancen ciertos hitos de inversión (son 5 hitos). A la fecha aún no se han alcanzado los hitos de esta obra. El Aporte 1 ha sido prometido en venta a un Banco privado y no es objeto de éste fideicomiso.
- A efectos de financiar el pago de las obras bajo el Acuerdo Ruta 9, Camino a las Sierras ha decidido ceder los siguientes créditos derivados de los Acuerdos de Ruta 8 y Ruta 9 a través del Contrato de Fideicomiso y constituye el Fideicomiso Financiero Camino a las Sierras 1:
 - o Aporte 3 de Ruta 8. Cuotas 2 a la 10
 - o Aporte 2 de Ruta 9 Cuotas 1 a las 10
 - o Aporte 3 de Ruta 9 Cuotas 1 a la 10
 - o Aporte 4 de Ruta 9 Cuotas 1 a la 10
 - o Aporte 5 de Ruta 9 Cuotas 1 a la 10

⁴. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere por considerarlo más representativos los mismos al cierre del primer semestre

3. Objeto de la calificación, información analizada, procedimientos operativos

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo del o los beneficiarios, de recuperar el monto por el que adquirieron los títulos de deuda en las condiciones de interés y plazo, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:

- Contrato de Fideicomiso Financiero de oferta pública entre Camino a las Sierras SA en su calidad de Fideicomitente y EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
- Prospecto informativo con sus correspondientes anexos de contratos.
- Modelo Financiero. Cronograma de pagos.
- Estados Contables de la Fiduciaria al 31/12/23
- Informe de las contingencias jurídicas del Anexo I.

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas administradas por terceros, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo, estos son:

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los títulos de deuda.
- b) La administración, en este caso la fiduciaria EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
- c) El activo subyacente y el flujo esperado de fondos que dan lugar al instrumento.
- 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 nota.

Los puntajes a los diferentes indicadores se asignan según escalas previamente establecidas recogidas en el manual⁴.

A partir del puntaje global se asigna la nota según las equivalencias establecidas en tabla correspondiente del manual⁵.

⁴. Véase Tabla 1 del mismo.

⁵. Véase Tabla 2, op. cit.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

a) Títulos de Deuda

Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

Títulos:	Títulos de deuda escriturales de oferta pública Series I y II
Moneda:	Dólares
Monto de Emisión:	Serie I.- USD 26.500.000 de valor nominal Serie II.- hasta USD 66.500.000 de valor nominal
Interés:	5,9% lineal anual. El interés será calculado sobre el valor nominal no amortizado ajustado de la Serie al momento de pagar los intereses
Interés moratorio:	2% por encima del interés compensatorio.
Valor Nominal:	USD 1
Fecha de Emisión:	Una vez registrada la oferta pública por el BCU.
Fecha de Suscripción:	Dentro de los 60 días de registrada la oferta pública por el BCU
Vencimiento:	Serie I.- 5 de octubre de 2033. Serie II.- 5 de octubre de 2036.
Amortizaciones e intereses:	Anuales, en cuotas fijas de capital e intereses. Serie I.- La primera el 5/10/2025 y la última el 5/10/2033 (9 cuotas). Serie II.- La primera el 5/12/2027 y la última el 5/10/2036 (10 cuotas).
Agente de Pago:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Calificación de Riesgo:	AA.uy

b) Certificados de Participación⁶

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá por oferta privada Certificados de Participación a favor del Fideicomitente, conjuntamente con la primera emisión de los títulos de deuda, por un importe de USD 1.000.

⁶. Estos valores no se califican.

Los titulares de los Certificados de Participación tendrán derecho a recibir distribuciones anuales, con los fondos remanentes que se reciban de los créditos, de existir, una vez abonados los pagos que correspondan a los títulos de deuda y provisionados los gastos del fideicomiso estimados para el próximo período anual y los fondos remanentes una vez cancelados los títulos de deuda.

c) Análisis Jurídico

A los efectos del análisis de los contratos y las contingencias jurídicas, CARE contó con el asesoramiento del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompaña éste como Anexo 1.

El fideicomiso financiero se desarrolla como alternativa de financiamiento de las obras viales que viene llevando a cabo la empresa CAMINO A LAS SIERRAS SA, concesionaria de la licitación pública del MTOP N° 6/2000 y cuyo objeto original fue la construcción, conservación, explotación y operación de la Ruta 8. Posteriormente se realizaron algunas ampliaciones, y los últimos dos Acuerdos se firmaron el 5 de enero de 2021 (Ruta 8), y el 20 de noviembre de 2023 (Ruta 9), ad referendum del dictamen del Tribunal de Cuentas y autorización del Poder Ejecutivo. Estos Acuerdos son el objeto de la securitización través del Fideicomiso Financiero, quien emitirá Títulos de Deuda en el mercado de valores en dos series por hasta U\$S 93.000.000, con el respaldo de la cesión al patrimonio de afectación, de los créditos que tiene derecho a percibir CAMINO A LA SIERRAS del MTOP, en contraprestación por la ejecución de las obras complementarias en las rutas 8 y 9.

El Informe se inicia con el listado de los documentos a analizar, considerando el prospecto y sus contratos, incluyendo también la licitación pública original, las resoluciones del MTOP y los últimos Acuerdos. Luego del análisis primario, se adelanta opinión respecto de que *“como concepto general, que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores”*.

Se analizan los principales contenidos del contrato de Fideicomiso relativos a las obligaciones de las partes intervinientes, la emisión de los valores, necesidad de las notificaciones al deudor cedido y el necesario cumplimiento de los hitos de inversión. Se destaca como una novedad que podrá haber distribuciones anuales a los titulares de los certificados de participación en el caso de la existencia de excedentes, luego de cancelados los pagos del año a los titulares de los TD, cubiertos los costos del fideicomiso y recompuesto el fondo de reserva.

Respecto de la capacidad y legitimación de las partes, el informe concluye que *“cumplidas todas las exigencias normativas y convencionales, el Fideicomitente está habilitado para actuar como Fideicomitente en el negocio fiduciario proyectado, siendo válidas y eficaces las obligaciones asumidas en el Contrato constitutivo”*.

Con relación a los aspectos relacionados con el contrato de concesión que dará origen a los créditos cedidos, el informe entiende que se ***“han respetado las pautas contractuales y normativas relacionadas, lo cual es un respaldo jurídico robusto a la solvencia estructural del Fideicomiso”***.

Analiza luego los posibles riesgos constructivos o de incumplimiento por parte del Estado, los que considera prácticamente nulos.

El informe culmina señalando: ***“en conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos estructurales en el proceso de emisión proyectado”.***

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. En función de los análisis realizados, se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *Riesgo bajo*.

III. ADMINISTRACIÓN

En este caso se analizan dos empresas. Por un lado la encargada de administrar el fideicomiso (la fiduciaria) y por otro, la empresa constructora, adjudicataria de la licitación pública para la construcción de las obras y fideicomitente de los créditos a que tiene derecho del MTOP. En este caso se trata de Camino a las Sierras SA (CAS); si bien la gestión de CAS no se vincula estrictamente con el riesgo de repago de los títulos emitidos, su idoneidad técnica y solvencia económica y financiera es relevante en el contexto general en que se estructura esta operación.

a) La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscripta en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscripta en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscripta en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2023 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	26.198	26.974	18.989
Activo no Corriente	248.688	245.533	281.068
Total Activo	274.886	272.507	300.057
Pasivo Corriente	38.315	43.807	33.484
Pasivo no Corriente	211.246	204.187	230.681
Total Pasivo	249.561	247.994	264.165
Patrimonio	25.325	24.512	35.891
Total Pasivo y Patrimonio	274.886	272.507	300.057
Razon Corriente	0,68	0,62	0,57

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2023 muestran una recuperación importante respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos Operativos	85.442	80.546	75.867
Gastos Adm. y Vtas.	(71.408)	(66.556)	(63.018)
Resultado Operativo	14.033	13.990	12.849
Resultados Financieros	(11.743)	(28.054)	(12.734)
Resultados antes de impuestos	2.290	(14.064)	116
IRAE	(1.477)	2.685	(824)
Resultado del período	812	(11.379)	(709)
Res Operativos/Ingresos	16,42%	17,37%	16,94%
Res Ejercicio/Ingresos	0,95%	-14,13%	-0,93%

Fuente: EE.CC de EFAM

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su continuidad como administrador fiduciario.

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

b) La Empresa Constructora (y Fideicomitente)

Se trata de Camino a las Sierras SA (CAS) empresa concesionaria de la Ruta Nacional Nº 8, tramo 31k390 al 79k200 y el tramo correspondiente al By Pass a la ciudad de Pando entre Ruta 101 y Ruta 8. La concesión fue adjudicada por resolución del Poder Ejecutivo de 24 de abril de 2001.

El 100 % del capital accionario de CAS pertenece a COLIER SA por lo que la concesionaria de la obra pública que nos ocupa y que además es Fideicomitente, es una subsidiaria de COLIER SA, en consecuencia, a los efectos de este análisis se las considera como integrantes de un mismo grupo económico.

COLIER SA, es una empresa nacional con actuación relevante en el sector de la infraestructura vial del Uruguay, inició las actividades en el año 1988 en el ramo de la construcción de complejos habitacionales, y a partir del año 1993, con la adquisición del paquete accionario de H. Carugati S.A. (empresa vial de extensa trayectoria en el país), se especializó como empresa de construcciones viales.

Esta emisión se realiza con el objetivo de financiar diversos proyectos a cargo de CAS, operadora a su vez del peaje de Ruta 8 desde el año 2002. Como se ha mencionado, la adjudicación de las obras cuyo financiamiento (parcial) motiva esta operación data de 2001 por lo que, además de poder exhibir una extensa trayectoria de su empresa madre, también ha conformado una trayectoria propia de más de 20 años. Como se describe en otra sección, a la concesión original otorgada por el Poder Ejecutivo se le agregaron distintos acuerdos por los cuales el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOP) encomendó a CAS la realización de ciertas obras adicionales, **demostrando de esta forma su conformidad con el desempeño de la concesionaria**. Estos acuerdos, denominados “Acuerdo Ruta 8” y “Acuerdo Ruta 9” suponen un compromiso de inversión de USD 140 millones entre ambos. Como contraprestación el MTOP se comprometió a pagarle USD 196 según plazos y condiciones ya descriptas. Parte de estos créditos fueron cedidos por CAS como respaldo a otras fuentes de financiamiento provenientes del sistema financiero tradicional por ejecución de obras, en algunos casos ya culminadas; en cambio, el saldo no comprometido de esos créditos, que asciende a USD 126 millones es lo que se cede a este fideicomiso como respaldo a una emisión que se prevé de hasta USD 93 millones.

Como se ha mencionado, este grupo empresarial está conformado, además por COLIER SA que cuenta con una trayectoria relevante. Muy sintéticamente, entre los años 1996 y 2013 esta empresa ejecutó múltiples obras de este tipo por un valor del orden de los USD 200 millones. Actualmente se encuentra ejecutando varias obras de mantenimiento de distintas rutas nacionales. La empresa cuenta con un importante plantel de profesionales universitarios, técnicos, administrativos y personal de obra, con una plantilla estable que supera promedialmente los 300 trabajadores.

Por todo lo expuesto, su idoneidad técnica y solvencia económica y financiera (demostrada, además, por el acceso que ha tenido a diversas fuentes de financiamiento) no merece reparos. De cualquier forma, se reitera, el repago de esta emisión tiene poca relación con el cumplimiento constructivo que motiva esta operación financiera.

c) El Fideicomiso

El Fideicomiso se creará mediante Contrato a ser firmado por Camino a las Sierras SA en calidad de Fideicomitente y EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA (EFAM) en calidad de Fiduciario.

A continuación se describe brevemente su contenido y objetivos cuyo cumplimiento será de especial atención por parte de la calificadora.

El propósito central de esta emisión es captar fondos del mercado de capitales para financiar el proyecto de construcción mencionado en cuyo respaldo el Fideicomitente cede al Fideicomiso los créditos de libre disposición a que tiene derecho del MTOP por la ejecución de las obras descriptas y que asciende a USD 126 millones (Activo del Fideicomiso).

Esta modalidad de relacionamiento entre las partes no es nueva. Desde el año 2015 el Fideicomitente ha celebrado con el MTOP diversos contratos de obras con una estructuración financiera muy similar a lo que luego se denominó Contratos CREMAF. Es decir, básicamente la empresa constructora realiza

la obra, financiando directamente al Estado. El pago financiado se realiza luego de dos formas: a) con un pago irrevocable y sin riesgo performance – posible de ser vendido sin recurso y cuyo único riesgo es el riesgo de crédito del Estado Uruguayo y; b) un pago sujeto a disponibilidad y buen estado de mantenimiento de la carretera (en el caso de CAMINO A LAS SIERRAS SA, la extensión del plazo de operación del peaje).

Al ser los pagos del MTOP irrevocables, e independientes del resto de las condiciones de la concesión, esto permite aislarlos del resto de los riesgos naturales de la operativa de una empresa constructora, y generar un instrumento financiero adecuado. De esta forma la empresa logra descargar el financiamiento sin riesgo performance otorgado al MTOP, desapalancarse y seguir captando obras con posibilidad de volver a ofrecer financiamiento a su cliente.

En definitiva, el riesgo constructivo se reduce notablemente por: la trayectoria de la empresa constructora (incluyendo las distintas empresas que la conforman); por encontrarse las obras que nos ocupan mayormente cumplidas o con avances importantes (se prevé culminen en 2027) y porque *“en este sentido, las partes del Contrato conviene notificar al MTOP la cesión de créditos, “cada vez que se cumplan los hitos de inversión” pautados en los Acuerdos “* según se describe en el Informe de Contingencias Jurídicas que acompaña como anexo este informe.

El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido hasta la cancelación en forma total de los Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario y las demás obligaciones derivadas del Contrato. En ningún caso dicho plazo excederá el plazo máximo de 30 años establecido en la Ley.

La emisión total será de hasta USD 93 millones en dos series:

- **Serie 1:** tendrá un monto de USD 26,5 millones y será de integración inmediata según se establece en el documento de emisión. Se amortizará en 9 cuotas anuales e iguales a partir de octubre de 2025 hasta octubre de 2033; las cuotas incluyen el interés anual que será de 5,9%. Será una condición previa a la integración, la recepción por parte del Fiduciario de la aceptación otorgada por el MTOP a la notificación de la cesión de los créditos, de acuerdo con lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y los Acuerdos Ad-Referéndum.
- **Serie 2:** tendrá un monto de hasta USD 66,5 millones y se amortizará en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas (incluyendo los intereses correspondientes) a partir de octubre de 2027, es decir, vence en octubre de 2036. En este caso, las integraciones serán diferidas según se describe en el Prospecto. Será también una condición previa a la integración, la recepción por parte del Fiduciario de la aceptación otorgada por el MTOP a la notificación de la cesión de los créditos, una vez los mismos hayan sido originados de acuerdo con lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y los Acuerdos Ad-Referéndum.

La emisión de las series se corresponden con los “acuerdos” que motivan las obras a financiar; así, la Serie 1 se corresponde con el “Acuerdo Ruta 8” cuyos “hitos” están mayormente cumplidos o muy avanzados de forma tal que de un total de USD 86 millones se han cumplido y cedido en respaldo a otras fuentes de financiamiento USD 50 millones y el saldo, USD 36 millones serán cedidos a este fideicomiso.

Por otra parte, la Serie 2 se corresponde con el “Acuerdo Ruta 9” que supone un crédito de USD 110 millones de los cuales USD 20 millones fueron cedidos en respaldo a otra fuente de financiamiento y el saldo por USD 90 millones a este fideicomiso. En consecuencia, entre ambos “acuerdos”, los créditos que integrarán el patrimonio del fideicomiso alcanzan la cifra de USD 126 millones para respaldar una emisión de hasta USD 93 millones.

Se desprende de la estructura financiera descrita, que las emisiones se realizarán sobre hitos cumplidos y con intervención previa del MTOP (responsable de cumplir con los créditos cedidos) por lo que el riesgo “performance” y de flujo de los fondos que posibilitarán el repago de los títulos con los intereses correspondientes y demás gastos del Fideicomiso, es muy acotado.

Asimismo, el Fiduciario emitirá, en oferta privada y a favor del Fideicomitente, Certificados de Participación. Estos títulos darán derecho al remanente, una vez satisfecho el derecho de crédito de los Titulares de TD y los gastos del Fideicomiso; esta emisión no será objeto de calificación por parte de CARE.

Riesgos considerados:

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, así como los antecedentes, este riesgo se considera casi inexistente tanto por la fiduciaria como la empresa constructora. En este último caso se destaca, además, el diseño de las integraciones aislando las mismas del desempeño de la empresa. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por cambio de fiduciario. Se encuentra cubierto por las propias disposiciones legales (art. 32 ley 17.703) y contractuales. *Riesgo casi nulo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El propósito central de esta emisión es captar fondos del mercado de capitales para financiar el proyecto de construcción de doble vía de Ruta 9 entre Ruta 8 y la Ruta Interbalnearia. La empresa constructora realiza la obra y luego el Estado la paga en cuotas anuales. Estas cuotas son irrevocables y pueden ser cedidas o vendidas, y su único riesgo es esencialmente el riesgo de crédito del Estado Uruguayo.

El activo subyacente de este Fideicomiso es el flujo futuro de ingresos de dichas cuotas, las que se transferirán al fideicomiso financiero, a los efectos que éste cubra sus costos, pague los intereses y vaya amortizando los Títulos de Deuda.

Ingresos esperados

El ingreso bruto que se considera para la determinación del flujo cedido está compuesto por el pago realizado por el MTOP de las cuotas 2 a 10 bajo el Aporte 3 del Acuerdo Ruta 8 y la totalidad de las cuotas de los Aportes 2, 3, 4 y 5 del Acuerdo Ruta 9, por la suma de hasta USD 126.000.000 (dólares americanos ciento veintiséis millones).

Para el caso del Acuerdo Ruta 8, ya se han cumplido la totalidad de los hitos. Los acuerdos 1 y 2 han sido cedidos a Bancos privados por lo que solamente se le cede al Fideicomiso el flujo de cuotas del Aporte 3. La cuota 1 fue cobrada por la empresa por lo que se cedieron las cuotas 2 a la 10.

El Acuerdo Ruta 9 está en ejecución y en la medida que se vayan cumpliendo con los hitos se irán dando las condiciones para realizar la integración de los valores. Este Acuerdo tiene 5 hitos o aportes, de los cuales se le ceden al Fideicomiso los últimos 4 (del 2 al 5), ya que el primero fue cedido a un Banco privado.

Es importante destacar que los pagos que realiza el MTOP se encuentran libres de todo gravamen, son irrevocables, independientes y serán integrados al fideicomiso una vez alcanzado el hito y generado el crédito irrevocable con el MTOP. De esta forma prácticamente se elimina el riesgo de la generación de flujos de ingresos ya que la emisión de los valores se realiza luego de alcanzado el hito, quedando solamente el riesgo soberano.

En el cuadro siguiente se presenta en detalle los ingresos esperados por concepto de las cuotas para cada uno de los aportes.

Cuadro 3.- Ingresos esperados por cuotas pagadas por el MTOP según fechas previstas (en dólares)

Acuerdo	30-set-25	30-set-26	set/nov/27*	30-set-28	30-set-29	30-set-30	30-set-31	30-set-32	30-set-33	30-set-34	30-set-35	30-set-36	TOTAL
Ruta 8 Hito 3	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000				36.000.000
Ruta 9 Hito 2			2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	20.000.000
Ruta 9 Hito 3			2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	25.000.000
Ruta 9 Hito 4			2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	25.000.000
Ruta 9 Hito 5			2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	20.000.000
TOTAL	4.000.000	4.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000	126.000.000

Fuente: El Fiduciario

* Ruta 8 la fecha de pago en set-27, mientras que los pagos de Ruta 9 son a nov-27

El monto total a recibir por parte del Fideicomiso entre setiembre de 2025 y setiembre de 2036 es de 126 millones de dólares.

Emisión de los Títulos de Deuda

Como ya fuera comentado, será una condición previa a la integración, la recepción por parte del Fiduciario de la aceptación otorgada por el MTOP a la notificación de la cesión de los créditos, una vez los mismos hayan sido originados de acuerdo con lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y los Acuerdos Ad-Referéndum. De esta forma, la emisión de los títulos se realiza una vez logrados los hitos, por lo que para el caso de los TD de la serie II, que corresponden al Acuerdo Ruta 9, todas las integraciones serán realizadas en forma diferida.

El monto a emitir será el equivalente al valor presente de la sumatoria de las cuotas a ser pagadas por el MTOP correspondientes a cada uno de los aportes, multiplicados por el coeficiente de ajuste y descontados a su valor presente del día de la emisión, utilizando la tasa de interés compensatoria prevista (5,9%) y una base de cálculo de años de 360 días. El coeficiente de ajuste, que será del 0,9514 deja casi un 5% para cubrir costos de emisión, eventuales diferencias en el tipo de cambio, costos operativos y el fondo de reserva.

El modelo Financiero supuso para el escenario base las siguientes fechas de emisión de los títulos de la serie I y II.

- Aporte 3. Ruta 8.....Enero 2025
- Aporte 2. Ruta 9..... Setiembre 2025
- Aporte 3. Ruta 9.....Mayo 2026
- Aporte 4. Ruta 9.....Octubre 2026
- Aporte 5. Ruta 9.....Marzo 2027

Flujo de Fondos

Los fondos que recibe el Fiduciario correspondientes a los créditos, una vez deducidos los importes que correspondan de acuerdo a lo establecido en el contrato, serán destinados al pago de los títulos de deuda, y de existir un remanente una vez cubiertos los gastos del fideicomiso, será destinado al pago de los certificados de participación.

En el siguiente cuadro se presenta el flujo de ingresos y egresos anuales esperados, pudiéndose observar que no cabría esperar dificultades para hacer frente a los gastos de operación y a al repago en tiempo y forma de los títulos de deuda.

Cuadro 4.- Flujo de ingresos y egresos del Fideicomiso, en miles de dólares, por año.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	TOTAL
(+) Ingresos	4.000	4.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	9.000	9.000	9.000	126.000
(-) Gastos de Operación	(87)	(88)	(107)	(108)	(109)	(110)	(111)	(112)	(113)	(106)	(107)	(52)	(1.206)
(-) Pago Títulos de Deuda	-3.806	-3.806	(12.369)	(12.369)	(12.369)	(12.369)	(12.369)	(12.369)	(12.369)	(8.563)	(8.563)	(8.563)	(119.880)
Saldo	107	106	525	524	523	522	521	520	519	331	330	385	4.913

Fuente: En base al Modelo Financiero

Sensibilizaciones.

El principal riesgo de la operación, que es el flujo de ingresos brutos esperados, está adecuadamente controlado, ya que las emisiones de los títulos se realizan una vez cumplidos los hitos y asegurado por lo tanto un flujo seguro de ingresos. Por su parte, los costos operativos y de emisión están adecuadamente considerados al considerar el ajuste en los montos a emitir (coeficiente de ajuste del 0,9514).

Otros riesgos posibles que podrían afectar la operación serían: el atraso en las obras, una mayor diferencia diaria en el tipo de cambio o mayores costos imprevistos, que los considerados en el escenario base.

El atraso de las obras podría generar un mayor costo operativo del Fideicomiso, pero sería de muy baja incidencia. Por otra parte aumentaría el monto a emitir, ya que al atrasar las emisiones habrá una menor carga de intereses.

La diferencia en el tipo de cambio se refiere a que el MTOP paga sus cuotas en pesos (equivalente al tipo de cambio del día anterior) y luego el Fiduciario debe adquirir los dólares para amortizar los títulos, por lo tanto un eventual aumento sustancial el día de pago en el tipo de cambio, podría tener un efecto perjudicial sobre el Fideicomiso. En el escenario base, el modelo financiero supone la existencia de una variación de un 0,2%, lo cual en la actualidad parece cubrir adecuadamente este riesgo.

Cualquiera de estos efectos: un mayor plazo en la obtención de los hitos, un aumento en la diferencia de cambio o un mayor costo operativo, deberá ser absorbido por el coeficiente de ajuste considerado al estimar los montos a emitir. Los eventuales mayores costos determinarán un menor excedente y por lo tanto menores rendimientos para los tenedores de los certificados de participación, ya que los saldos anuales entre lo recibido por las cuotas, menos los gastos del fideicomiso, menos el repago de los títulos, tiene como destino la remuneración de los Cps. De esta forma, cualquier costo adicional que deba enfrentar el Fideicomiso reduciría el retorno de los CPs. Cabe recordar que los certificados de participación son propiedad del fideicomitente.

El modelo financiero considera una serie de escenarios a los efectos de evaluar el comportamiento futuro flujo, suponiendo mayores costos operativos, atrasos en la obtención de los hitos y mayores diferencias en el tipo de cambio. En el siguiente cuadro se presenta la rentabilidad esperada de los títulos de deuda y de los certificados de participación considerando diferentes escenarios más desfavorables.

Cuadro 5. - Tasa Interna de retorno de los TD y los CPs según diferentes escenarios

Escenarios	Emisión (USD)	TIR CPs	TIR TD
Base: Diferencia de cambio 0,2%	89.123.664	25,7%	5,9%
Diferencia de cambio 1,5%	89.123.664	16,9%	5,9%
Mayores costos (10%), Diferencia de cambio 2% y atraso en los hitos (13 meses)	92.647.991	9,1%	5,9%
Diferencia de cambio 0,2% y atraso en los hitos (13 meses)	92.647.991	23,3%	5,9%

Fuente: En base al Modelo Financiero

En el peor escenario en el cual se registra una devaluación del peso respecto del dólar de un 2%, entre que se recibe el dinero de las cuotas y se adquieren los dólares (en un día), se atrasan los hitos en 13 meses y hay un aumento de un 10% en los costos por imprevistos, no hay dificultades para el repago de los títulos, ni pérdida en el valor de los CPs. Importa destacar que una devaluación diaria de un 2% es particularmente elevada y la probabilidad que ello ocurra todos los años el día en que el MTOP realiza las transferencias (12 veces) es prácticamente nula.

Como se puede observar, en ninguno de los escenarios considerados habría efectos negativos sobre los títulos de deuda, siendo los retornos de los certificados de participación los que se ajustan.

Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior es clara la capacidad de generar los flujos en el plazo adecuado. Los riesgos para que no se generen en tiempo y forma tendrían que ver solo con decisiones de política pública que no corresponden a este capítulo. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo constructivo. Refiere al riesgo de perjuicios en el repago de los títulos derivado del desempeño de la empresa constructora. De acuerdo a como se ha diseñado la operación y como también ya se ha referido en el capítulo tercero, el riesgo es casi inexistente. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por descalce de monedas. En este caso este riesgo es muy bajo ya que si bien los pagos del MTOP se realizan en pesos, se considera para definir el monto el tipo de cambio vigente el día anterior. Debería existir una devaluación justamente en ese día para que el efecto negativo sea importante, por lo dicho anteriormente el riesgo es de muy baja significación. *Riesgo casi nulo.*

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 este caso concreto no opera el riesgo de mercado, ya que refiere a obras ya realizadas o en proceso, por lo que las perspectivas de posibles futuras intervenciones en obras de infraestructura no operan.

En lo que tiene que ver con el instrumento financiero analizado en esta oportunidad, el análisis de entorno se focaliza en la capacidad del Estado, como contratante, de hacer frente a las obligaciones financieras comprometidas en las obras contratadas. Si bien el instrumento utilizado aparece como una fuente de financiamiento idónea para la inversión pública considerada estratégica en condiciones de estrechez fiscal, la firma de este tipo de contratos introduce compromisos financieros para el Estado que se suman a la ya notable rigidez del gasto público en Uruguay, derivado del peso de las obligaciones salariales, previsionales y de servicios de la deuda pública. En otros términos, la firma de estos acuerdos, transforman 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.

Durante el actual quinquenio las obligaciones derivadas de este tipo de contratos acumularán un volumen significativo para unas finanzas públicas enfrentadas a un contexto internacional en materia de costo del crédito muy distinto al que las economías emergentes se habían acostumbrado en la década pasada. Con tasas de interés “más altas por más tiempo”, los gobiernos se verán desafiados a mantener mejores resultados primarios que en el pasado, y el uruguayo no será la excepción.

Los posibles riesgos referidos al entorno se pueden descomponer consecuentemente en dos grandes componentes, el riesgo político y el macroeconómico

Riesgo Político

Por una parte podemos juzgar el **riesgo político** propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aun cambiando los gobiernos nacionales.

En este sentido importa destacar que este modelo de financiamiento se ha venido desarrollando en los últimos años sin mayores inconvenientes, por lo que ya resulta en una práctica habitual por parte de diferentes administraciones. En este sentido se pueden citar los proyectos de Participación Público Privada

(PPP), los Fideicomisos Financieros y más recientemente los contratos de construcción, rehabilitación, mantenimiento y financiamiento (CREMAF), entre otros. En el caso concreto del MTOP, el organismo ha realizado buena parte de las obras de la actual administración a través de este tipo de financiamientos, principalmente PPP y CREMAF.

A modo de ejemplo, en el año 2022⁷ la ejecución de obras y acciones de fortalecimiento al Sector Vial por parte de Dirección Nacional de Vialidad alcanzaron un nivel de inversión de USD 816,4 millones, con un cumplimiento del 90% sobre la meta anual propuesta. Cabe destacar que al tercer año de operación del Plan Quinquenal, se alcanzó una inversión acumulada que supera los USD 1694 millones.

Cuadro 6.- Ejecución Presupuestal de obras viales año 2022

Modalidad	Millones de USD	%
Presupuesto Dirección Nacional de Vialidad	58,0	7,10%
Obras viales adicionales al Ferrocarril Central	62,3	7,63%
CVU, CREMAF y Fideicomiso UPM	358,2	43,88%
Concesiones de obra Pública	56,4	6,91%
PPP	249,6	30,57%
Subtotal Vialidad Nacional	784,5	96,09%
ANP (Viaducto acceso Puerto)	31,9	3,91%
TOTAL SECTOR	816,4	100,00%

Fuente: Memoria del MTOP (Dirección Nacional de Vialidad).

Como puede observarse en cuadro, el 44% de la ejecución corresponde a obras realizadas a través del Contrato de Concesión CND/MTOP a través de Corporación Vial del Uruguay, incluidos CREMAF, siendo el organismo que supervisa a su vez la ejecución del Fideicomiso de UPM para la construcción de 35 puentes en el marco del Plan Forestal. Bajo la modalidad de ejecución de PPP en ese año, se absorbe aproximadamente un 31% de global, concesiones de obra pública el 7%, y el Viaducto de acceso al Puerto de Montevideo el 4%. A nivel del presupuesto del MTOP, entre las obras de la Dirección Nacional de Vialidad y otras obras que supervisó directamente como son las obras viales adicionales al Proyecto del Ferrocarril Central, se alcanzó aproximadamente el 15% restante.

Visto la magnitud de la inversión que normalmente se realiza en la infraestructura vial en el país, se puede observar la escasa incidencia que tendrían los compromisos asumidos en esta operación (13 millones de dólares en los años de mayor aporte).

Riesgo Macroeconómico

Respecto del riesgo macroeconómico, corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara un déficit en el organismo y/o en las cuentas públicas, difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aun existiendo un compromiso contractual asumido por parte del Estado, se resolviera de hecho postergar con el cumplimiento de las cuotas al fideicomiso, que constituye la base del repago de los títulos.

⁷ . Publicado en enero 2024.

Más allá de los vaivenes de la coyuntura económica uruguaya, el perfil de la deuda pública soberana y la facilidad de acceso a los mercados de capitales, así como la disponibilidad de recursos extraordinarios de los organismos multilaterales de crédito, sumados a la tradicional voluntad de pago del Estado uruguayo, conforman un panorama de resistencia para los flujos de este Fideicomiso. Un reflejo de esta situación es el indicador del riesgo país que al momento de la redacción de este informe (agosto 2024) estaba ubicado en 69 puntos (Índice UBI RAFAP)⁸.

Finalmente, para dar una idea de la sostenibilidad fiscal respaldada además por una regla de base legal, se presenta un cuadro de las evolución de los principales indicadores macroeconómicos.

CUADRO 7 EXPECTATIVAS Y METAS MACROECONÓMICAS				
Resumen con información al -28/08/2024 Var % respecto al período previo.				
	2024	2025	2026	2027
PIB Mundo	3,2	3,3	3,1	3,2
PIB EEUU	2,6	1,9	2,1	1,7
PIB CHINA	5,0	4,5	1,7	1,9
PIB BRASIL	2,1	2,4	1,7	1,9
URUGUAY - METAS PRESUPUESTALES				
	2024	2025	2026	2027
PIB Variación real	3,70%	2,96%	2,96%	2,96%
Empleo Población ocupada (mills. Pers.)	1,7	1,7	1,73	1,74
Deuda Neta % / PIB	63,9%	53,3%	53,9%	54,1%
RSPG %/PIB Result y Proyección MEF *	-3,8%	-2,4	-2,3	-2,2
ENCUESTA EXPECTATIVAS MENS. BCU- AGOSTO 2024				
	2024	2025	2026	
PIB Var% respecto al año previo	3,3	2,5	2,5	
IPC. Var% respecto al cierre del año previo	5,5	6,0	5,7	
TC \$/USD fin período	40,9	42,7	44,7	
Fuentes y Observaciones:				
FMI Outlook Julio 2024-Años 2024 y 2025 en recuadro. -				
* MEF Rend Ctas 2022 en CAMBIO PROYECC SPG MEF EN 7-2024 para 2024 -				
BCU EXPEC agosto 2024				

Riesgos considerados

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

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

⁸ . Consistente con la nota de grado inversor de la deuda pública uruguaya.

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, el fiduciario, el activo subyacente y los flujos esperados, 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 función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, 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 AA.uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor⁹.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

⁹. **CATEGORÍA AA.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. 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, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. **Grado de inversión óptimo con observaciones.**

ANEXO
INFORME JURÍDICO

FIDEICOMISO FINANCIERO CAMINO A LAS SIERRAS 1
Informe Jurídico

I. Introducción

(i) Documentación analizada

- a. Pliego de la Licitación Pública N° 6/2000 para la concesión de obra pública de la Ruta 8 (Pando-Minas), Ministerio de Transporte y Obras Públicas – Dirección Nacional de Vialidad.
- b. Resolución N° 482/2001 del 24/4/2001 (publicación 2/5/2001) “Adjudicación de Licitación Pública. Ruta 8”.
- c. Contrato de Concesión de Obra Pública de fecha 5 de setiembre de 2001, firmado entre el MTOP (Concedente) y Camino a las Sierras SA (Concesionario)
- d. Acuerdo Ad-Referéndum (Ruta 8) del 5 de enero de 2021, entre MTOP y Camino a las Sierras SA.
- e. Resolución del Poder Ejecutivo de fecha 24 de mayo de 2021 aprobando el Acuerdo anterior.
- f. Acuerdo Ad-Referéndum (Ruta 9) del 20 de noviembre de 2023, entre MTOP y Camino a las Sierras SA.
- g. Resolución 3488/2023 del Tribunal de Cuentas de la República aprobada en sesión de 27/12/2023.
- h. Resolución del Poder Ejecutivo del 21 de marzo de 2024, aprobando el Acuerdo de Ruta 9.
- i. Prospecto Informativo de la Emisión (borrador), con sus Anexos contractuales (borradores):
 - 1. Contrato de Fideicomiso Financiero (con modelos de notificación y aceptación MTOP).
 - 2. Documento de Emisión Títulos de Deuda Serie 1.
 - 3. Documento de Emisión Títulos de Deuda Serie 2.
 - 4. Contrato de Entidad Representante.

(ii) Marco antecedente del Fideicomiso: la Licitación Pública 6/2000 y su adjudicación

El fideicomiso financiero proyectado se adscribe como alternativa de financiamiento de las obras viales que viene llevando a cabo la empresa CAMINO A LAS SIERRAS SA, concesionaria de la licitación pública del MTOP N° 6/2000 y cuyo objeto original fue “la construcción de las obras iniciales, gestión de conservación, explotación y operación de toda la infraestructura vial dentro de la faja de dominio público de la Ruta 8”. Esto fue cumpliéndose y con los años la concesión sufrió una serie de modificaciones, en general orientadas a la ampliación de las obras comprendidas en la concesión. En ese marco, el MTOP y CAMINO A LAS SIERRAS SA (en adelante CAMINO A LAS SIERRAS o el Fideicomitente), fueron celebrando acuerdos para reglamentar las sucesivas modificaciones y los mecanismos de financiamiento correspondientes. Los últimos dos Acuerdos se firmaron el 5 de enero de 2021 (Ruta 8), y el 20 de noviembre de 2023 (Ruta 9), *ad referéndum* del dictamen del Tribunal de Cuentas y autorización del Poder Ejecutivo. Tales Acuerdos son el objeto de la *securitización* través del Fideicomiso Financiero, quien emitirá Títulos de Deuda en el mercado de valores por U\$S 93.000.000, con el respaldo de la cesión al patrimonio de afectación, de los

créditos que tiene derecho a percibir CAMINIO A LAS SIERRAS del MTOP, en contraprestación por la ejecución de las obras complementarias en las rutas 8 y 9.

Para facilitar la comprensión del contenido y alcance del negocio fiduciario que nos convoca, se hace necesario hacer un recorrido por los antecedentes contractuales principales, cuyo inicio es, lógicamente, el proceso público competitivo y su adjudicación.

Por Resolución del Poder Ejecutivo N° 482/001 del 24 de abril de 2001, se adjudicó “al Grupo de Empresas COLIER SA, PUENTES & CONSTRUCCIONES SA y GMI INSTALACIONES SA, la Licitación Pública N° 6/2000, convocada por el Poder Ejecutivo a través del Ministerio de Transporte y Obras Públicas, para ejecutar, bajo el régimen de Concesión de Obra Pública, los estudios y proyectos, construcción y conservación, operación y explotación del tramo de Ruta 8 comprendido entre Pando y Minas (...), de acuerdo la oferta presentada por la citada empresa por un VPI (Valor Presente de los Ingresos) por recaudación de peajes de u\$s 14.562.876”.

En cumplimiento de esta Resolución, con fecha 5 de setiembre de 2001, se firmó el Contrato de Concesión de Obra Pública, entre el MTOP y SOLENUR SA (empresa constituida por el Grupo de Empresa adjudicatarias) y que, a la fecha del contrato, estaba en trámite el cambio de nombre por CAMINO A LAS SIERRAS SA. Esta convención reproduce los términos y condiciones de la licitación, pero hay al menos tres aspectos que, cabe anticipar, sufrieron cambios y por ello serán abordados en el último capítulo de este informe. Se trata, nada más y nada menos, que el objeto, el precio y el plazo de la concesión, aspectos jurídicos que inciden en la estructura jurídica del negocio fiduciario proyectado.

Sucintamente y en cuanto concierne a los Acuerdos comprendidos en el Fideicomiso, se pacta un precio a pagar por el MTOP (denominado Aportes del Concedente), autorizándose al concesionario CAMINO A LAS SIERRAS a ceder tales derechos de crédito a un fideicomiso financiero, obligándose el MTOP a aceptar dicha cesión una vez acreditado el cumplimiento de los hitos constructivos comprometidos.

(iii) Constitución del Fideicomiso y concepto general

En atención a lo anterior CAMINO A LAS SIERRAS, decide constituir un fideicomiso financiero asumiendo el rol de Fideicomitente y contratando a EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. como Fiduciario, Entidad Registrante y Agente de Pago de los Valores a emitirse. En función del contrato constitutivo del Fideicomiso, CAMINIO A LAS SIERRAS cederá al patrimonio autónomo de afectación los derechos de crédito de los Acuerdos, flujo de fondos que respaldará la emisión de Títulos de Deuda que hará el Fiduciario mediante oferta pública y de acuerdo al artículo 25 y concordantes de la Ley 17.703 y Ley 18.627.

Compulsada la documentación listada en el primer apartado, puede adelantarse como concepto general, que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores. En los siguientes capítulos abordaremos los puntos de mayor interés en aras de una óptima información.

II. El contrato de Fideicomiso. Cláusulas centrales

(i) Objeto, finalidad y patrimonio fiduciario

El Fideicomiso tiene como objeto la titularización de los Créditos mediante la cesión y transferencia que hace el Fideicomitente al patrimonio fiduciario y, en contrapartida, la emisión de oferta pública de los Títulos de Deuda que hará el Fiduciario con la finalidad de obtener financiamiento necesario para las inversiones comprometidas en el marco de la concesión de obra pública que viene de comentarse. Este

condensado párrafo requiere cierto desarrollo, sobre todo para clarificar los bienes concretos que se transfieren.

En tal sentido, CAMINO A LAS SIERRAS y el MTOP han celebrado varios acuerdos a lo largo de la concesión, con el objeto de modificar o ampliar las obras contempladas en el primigenio contrato de concesión. Como se dijo en la introducción, en esta estructura están involucrados los dos últimos y ya referenciados: el 5 de enero de 2021 (Acuerdo Ruta 8) y el 20 de noviembre de 2023 (Acuerdo Ruta 9), por los cuales se encomendó a CAMINO A LAS SIERRAS obras complementarias. En el primer caso la “*Duplicación de vía en el Tramo de Ruta 8 entre Ruta 11 y Ruta 9*”. En cuanto al segundo, las obras complementarias comprometidas son la “*Duplicación de vía en el Tramo de Ruta 9 entre progresiva 66k100 y 92k150 y rama de acceso a Ruta 9 desde la Interbalnearia hacia el oeste*” y el “*Intercambiador a Desnivel en Intersección de Rutas 8 y 9*”.

En contraprestación, el MTOP se obliga a pagar determinadas sumas que, en la nomenclatura de los *Acuerdos*, se definen como “**Aportes**”, y cuya exigibilidad está condicionada al cumplimiento de determinados “**hitos de inversión**”. En tal sentido, En el Acuerdo Ruta 8, se define como **Inversión Comprometida por el Concesionario** al monto de las obras complementarias que se fija en U\$S 50.000.000 más impuestos y Leyes Sociales (cláusula 3)¹. Por su parte y en contrapartida, la cláusula 5.3 del Acuerdo, establece 3 Aportes al verificarse – respectivamente – la ejecución de tres avances o **hitos** de inversión: al cumplirse la inversión de U\$S 23.000.000, se hace exigible el **Aporte 1** por U\$S 23.000.000; al cumplirse la inversión acumulada de U\$S 43.000.000, deviene exigible el **Aporte 2** por U\$S 23.000.000 y, cuando el concesionario alcanza el 100% de la inversión comprometida (U\$S 50.000.000), el MTOP deberá el **Aporte 3** por U\$S 40.000.000.

Es útil colacionar que esta misma cláusula 5 habilita la cesión de derechos de crédito que componen el patrimonio fiduciario: “*A los efectos de que el Concesionario pueda obtener el financiamiento necesario para realizar las inversiones comprometidas, el Concedente se compromete desde este momento a aceptar (...), la cesión de créditos por los Aportes en las mismas condiciones establecidas para su pago, a cualquier Institución de Intermediación Financiera, Administradora de Fondos de Ahorro Previsional, Fideicomiso de Inversión o Financiero y/o, Organismo Multilateral de Crédito...*”².

Este esquema contractual se replica en el Acuerdo Ruta 9, donde el *monto de las Obras Complementarias* bajo el rótulo **Inversión Comprometida del Concesionario**, asciende a U\$S 90.000.000 sin impuestos y Leyes Sociales; y los Aportes del Concedente se desglosan en cinco, pautados por el alcance de los **hitos** de inversión acumulativos: **Aporte 1** por U\$S 20.000.000; **Aporte 2** por U\$S 20.000.000; **Aporte 3** por U\$S 25.000.000; **Aporte 4** por U\$S 25.000.000 y **Aporte 5** por U\$S 20.000.000³. En la cláusula 5.3.3 se establece igual previsión en cuanto a la futura cesión de créditos por los Aportes a favor de un fideicomiso financiero.

Volviendo ahora al contrato de Fideicomiso (en adelante el Contrato), cabe precisar el contenido de los bienes fideicomitidos, que en la convención se definen como los Créditos: “*son los derechos de crédito transferidos por el Fideicomitente al patrimonio del Fideicomiso, por efecto resultante del Contrato de Fideicomiso, derivados del pago realizado por el MTOP de las cuotas 2 a 10 bajo el Aporte 3 del Acuerdo Ruta 8 y la totalidad de las cuotas de los Aportes 2, 3, 4 y 5 del Acuerdo Ruta 9, por la suma de hasta USD 126.000.000 (Dólares Americanos ciento veintiséis millones), por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y Gastos del Fideicomiso (los “Créditos Cedidos”)*”.

En efecto y para cerrar la descripción, en negrita se enfatiza lo que cae bajo la definición de *Créditos Cedidos* a la estructura bajo análisis. Ello por cuanto la cuota 1 del Aporte 3 del Acuerdo Ruta 8 ya fue

¹ En el Anexo 2 del Acuerdo, están detallados los precios unitarios por rubro.

² Sobre esto se ahondará en el capítulo de contingencias.

³ En ambos *Acuerdos*, cada Aporte se pagará en 10 cuotas anuales, iguales y consecutivas.

cedida (en virtud de la citada cláusula 5.3.3) a otra estructura de financiamiento (BBVA)⁴. Por su parte, todas las cuotas del Aporte 1 del Acuerdo Ruta 9, “ha sido prometido en venta al Banco ITAU y no es objeto de éste fideicomiso” (Resumen Ejecutivo del Prospecto).

(ii) Incorporación de los Créditos al Fideicomiso y notificación de la cesión

La incorporación de los Créditos al patrimonio del Fideicomiso, así como la eficacia de su tradición, debe transitar necesariamente el proceso de notificaciones al deudor cedido, según la disciplina de los artículos 768, 1757 y siguientes del Código Civil y art. 563 y siguientes del Código de Comercio.

En este sentido, las partes del Contrato conviene notificar al MTOP la cesión de créditos, **“cada vez que se cumplan los hitos de inversión”** pautados en los *Acuerdos* conforme viene de comentarse. La gestión de notificación estará a cargo del Fideicomitente, mediante el Modelo de Notificación (Anexo III del Contrato); debiendo asimismo recabar la aceptación del MTOP, mediante el Modelo de Aceptación (Anexo IV del Contrato). Esta operativa deberá ser cumplida en forma previa a cada Fecha de Emisión.

En mérito a todo lo anterior y con la finalidad de financiar las obras bajo la Licitación, contemplando su ampliación con las obras complementarias comprometidas en los Acuerdos 8 y 9, el Fideicomitente, cede y transfiere, sin recurso, los *Créditos* que tenga derecho a recibir del MTOP, **hasta la suma de U\$S 126.000.000 y por todo el plazo necesario que demande el repago de los TD y gastos del Fideicomiso**. Por lo cual y desde la firma del Contrato, coloca al Fiduciario en su mismo grado y prelación respecto de los *Créditos*. El precio de la cesión será el producido en el proceso de emisión de los Títulos de Deuda que llevará adelante el Fiduciario y entregará al Fideicomitente, previa deducción de los importes indicados en la cláusula 12 del Contrato⁵.

(iii) Emisión de los Valores

Los principales términos y condiciones de la emisión surgen de las cláusulas 13 y 14 del Contrato y del Prospecto Informativo, sobre todo en lo atinente al programa de suscripción, adjudicación e integración al que se remite el Contrato. El Fiduciario emitirá, en dos Series y mediante oferta pública, **Títulos Representativos de Deuda Escriturales**, cuyo repago realizará el Fiduciario con los *Créditos* cedidos por el Fideicomitente, previa deducción de los gastos pautados. Asimismo, el Fiduciario emitirá, en oferta privada y a favor del Fideicomitente, Certificados de Participación. Estos títulos darán derecho al remanente, una vez satisfecho el derecho de crédito de los Titulares de TD y los gastos del Fideicomiso.

Emisión de Títulos de Deuda Serie 1. Los TD serán escriturales, de oferta pública, en dólares y hasta U\$S 26.500.000. Cada TD tendrá valor nominal de 1 dólar⁶. Se prevé la suscripción dentro de los 60 días de registrada la oferta en el BCU y el pago de capital e intereses será en 9 cuotas anuales, fijas y consecutivas, el día 5 de octubre, desde el año 2025 la primera hasta el año 2033 la última.

Emisión de Títulos de Deuda Serie 2. Las características de los TD son iguales que en la Serie 1, salvo que en la 2 tendrá un tope de U\$S 66.500.000 y el cronograma de pagos será de 10 cuotas anuales, la primera el día 5 de diciembre de 2027 y última el día 5 de octubre de 2036.

⁴Resolución del Poder Ejecutivo del 12 de marzo de 2024, por la cual “en virtud de haberse superado los U\$S 43.000.000 de certificación, correspondería abonar a la empresa Contratista, el Aporte 2 [debió decir cuota 2], de diez cuotas anuales (...); se Resuelve: “Otórgase la aceptación a la empresa CAMINO A LAS SIERAS SA, respecto de la futura Cesión de Créditos a realizarse con el BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA URUGUAY SA...”.

⁵ Entre los constituyentes del Fideicomiso, la transferencia de los Créditos opera por la mera descripción e inclusión de los mismos en el Contrato, de acuerdo a las reglas de los artículos 33 y 34 de la Ley 16.774 en redacción dada por la Ley 17.202 y por efecto de la remisión expresa del artículo 30 de la Ley 17.703.

⁶ El interés compensatorio se fija en 5.9% lineal anual y tasa por mora en un 2% por encima del compensatorio.

Emisión de los Certificados de Participación. Cabe anotar aquí una novedad de la estructuración. Al menos para quien suscribe, hasta el presente se emitía un certificado de participación cuyo beneficiario es el fideicomitente, por el eventual remanente una vez extinguido el fideicomiso.

En este caso, si bien el concepto es el mismo, la novedad es que se prevén distribuciones anuales a favor del titular del Certificado de Participación. La cláusula 13.3 del Contrato dice que el derecho opera “*con los fondos remanentes que se reciban de los Créditos, de existir, una vez abonados los pagos que correspondan anualmente a los Títulos de Deuda y provisionados los Gastos del Fideicomiso estimados para el próximo período anual y los fondos remanentes una vez cancelados los Títulos de Deuda*”. La cláusula 11 sobre constitución del Fondo de Reserva establece que, una vez emitidos todos los TD de ambas series y cumplidos que sean los servicios de deuda de los TD, el Fiduciario queda habilitado “*a liberar el monto de disponibilidades que excedan los USD 200.000 al Titular del Certificado de Participación*”. Estos Certificados de Participación serán emitidos mediante oferta privada a favor del Fideicomitente. No debe perderse de vista que, a la extinción del Fideicomiso por haberse cancelado en forma total los TD y sus gastos, los *Créditos* vuelven al patrimonio del MTOP como Fideicomitente.

Suscripción, adjudicación e integración de los Valores. Según remisión hecha por la cláusula 14 del Contrato, todos estos aspectos de la Emisión de los TD están reglamentados en el capítulo II del Prospecto (Sumario de Términos y Condiciones de la Emisión), a cuya lectura detenida nos remitimos para abreviar. No obstante, se reiteran en líneas generales las directrices bancocentralistas en cuanto a garantizar un tramo de la oferta al sector minorista (Tramo no Competitivo), del 10% de la Emisión. En el caso, están asaz detalladas las tres etapas del proceso de emisión (suscripción, adjudicación e integración), destacando que la integración de la Serie 1 se realiza en única instancia, en tanto la Serie 2 tiene un programa de integración diferida acompasado con los Hitos de Inversión del Acuerdo Ruta 9.

(iv) Otros apuntes sobre el fideicomiso

Obligaciones del Fiduciario. El fiduciario financiero tiene dos obligaciones centrales: emitir los valores y administrar el patrimonio fiduciario según el Contrato y la Ley. En el caso que nos ocupa, ambas están contempladas en forma adecuada en la cláusula 19. Por su parte, las cláusulas 20 a 25 resuelven a la interna del Fideicomiso todas las situaciones que pueden presentarse y que refieran de algún modo a la responsabilidad del Fiduciario, a saber: las hipótesis de remoción por incumplimiento, el cese o la renuncia por razones ajenas al incumplimiento pero que lo inhabiliten a cumplir el mandato fiduciario, así como el procedimiento de sustitución cuando fuere aplicable. Todo ello en consonancia con el principio de responsabilidad subjetiva y bajo el estándar de la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios (artículo 16 de la Ley 17.703).

La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703). La cláusula 36 pone a cargo del Fiduciario la inscripción en el RNAP. Asimismo se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003. Según los artículos 25 y 27 de la Ley 17.703, los TD son títulos valores, por lo que rige en lo pertinente el Decreto Ley 14.701, según remisión expresa de las normas precitadas.

La cláusula 29 del Contrato reglamenta la obligación indelegable del fiduciario de rendir cuentas de su gestión y la cláusula 26 reglamenta todo lo atinente al desarrollo y competencias de las Asambleas de Titulares; de conformidad con los artículos 18, 31 y 32 del mismo cuerpo legal, respectivamente.

Finalmente, resultan de aplicación las normas de la Ley 18.627 que prevén la intervención de una Entidad Registrante, en la especie el Fiduciario, quien será responsable de llevar el Registro de Valores Escriturales, donde se inscribirán los títulos y todos los actos que recaigan sobre los mismos, efectuando las pertinentes anotaciones en cuenta de sus titulares. Por su parte, BEVSA que será la Entidad Representante de los Titulares de acuerdo a lo establecido en el artículo 73 de la ley 18.627 y del contrato anexo en el Prospecto.

III. Contingencias jurídicas

Bajo este acápite se abordan aquellos aspectos de la estructura que refieren, por un lado, a la capacidad y legitimación de las partes para obligarse en forma válida y eficaz y, por otro lado, los aspectos que inciden en el cumplimiento de los valores a emitirse.

(i) Capacidad y legitimación de los contrayentes

El Prospecto informa que el Fiduciario **EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A., desde julio de 2004 está autorizada por el Banco Central del Uruguay** para actuar en dicha calidad en fideicomisos financieros en el Uruguay, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 16.774 y 17.703.

En cuanto al **Fideicomitente CAMINO A LAS SIERRAS**, caben algunas precisiones. En primer lugar y según surge del Prospecto Informativo, es subsidiaria de COLIER SA, empresa dedicada a la infraestructura vial en nuestro país y que, a su vez, forma parte de un grupo económico de empresa cuyo vértice es NELCA SAAVEDRA. COLIER SA es propietaria del 100% de acciones de CAMINO A LAS SIERRAS, siendo ésta la persona jurídica vinculada al Estado-MTOP a través de la licitación pública N° 6/2000 y en virtud de los *Acuerdos*, es la titular de los derechos de crédito que cede al patrimonio autónomo de afectación.

Cabe precisar que, al momento de apertura del proceso competitivo, CAMINO A LAS SIERRAS no existía. La oferta fue presentada por un *“Grupo integrado por las Empresas Colier SA, Puentes & Construcciones SA y GMI Instalaciones SA”*. La Resolución presidencia 482/2001, adjudica la licitación a este Grupo de Empresas. Se firma el Contrato de Concesión de Obra Pública el 5 de setiembre de 2001, figurando como **Concesionario** la empresa *“Solenur SA (Camino a las Sierras SA)”*. En dicha convención se aclara que la adjudicación al grupo de empresas precitadas: *“que se han constituido en la empresa SOLENUR SA (que en el futuro se denominará ‘Camino a las Sierras SA’, estando en trámite dicha reforma)...”*. Ya en los *Acuerdos* figura CAMINO A LAS SIERRAS como concesionario, lo cual hace suponer que ínterin se completó el proceso de reforma estatutaria aludido.

Cabe aquí recordar que, en ambos *Acuerdos*, la cláusula 5.3.3 autoriza expresamente la cesión de créditos a un fideicomiso financiero y, asimismo ***“el Concedente [MTOP] se compromete desde este momento a aceptar (...), la cesión de créditos por los Aportes...”***.

Por su parte, la cláusula 16 de ambos *Acuerdos* establece que se otorgan ***“ad referéndum de la intervención del Tribunal de Cuentas de la República y de su aprobación por el Poder Ejecutivo, luego de lo cual entrará en vigencia”***.

En cuanto al Acuerdo Ruta 8, en los antecedentes de la resolución aprobatoria se deja constancia que: *“el Tribunal de Cuentas (...) ha tomado la intervención previa que le compete, sin formular observaciones al respecto*. En virtud de lo cual, el Poder Ejecutivo⁷ resuelve: ***“Apruébase en todas sus partes, el Acuerdo y sus respectivos Anexos, suscrito con fecha 5 de enero de 2021”***.

En cuanto al Acuerdo Ruta 9, se tuvo a la vista la Resolución 3488/2023 del 27 de diciembre de 2023 del Tribunal de Cuentas, en la cual se hace un repaso por todos los *Acuerdos* entre MTOP y CAMINO A LAS SIERRAS en el marco de la licitación, donde no figuran observaciones de relieve a las sucesivas modificaciones de la concesión. En concreto, sobre el Acuerdo Ruta 9 acuerda: ***“No formular observaciones al Acuerdo suscrito”***.

⁷ Resolución del 24 de mayo de 2021, donde se detallan todos los *Acuerdos* modificativos de la concesión inicial y que preceden a los *Acuerdos* de marras, a saber: Acuerdo del 14 de abril de 2004 (aprobación del PE 8/9/2004); Acuerdo del 27 de agosto de 2008 (aprobación del PE 2/9/2008); Acuerdo del 29 de junio de 2012 (Resolución 348/012 de fecha 10/8/2012); Acuerdo del 5 de agosto de 2013 (Resolución 178/014 de fecha 8/4/2014); Acuerdo del 23 de diciembre de 2015 (aprobación PE 23/2/2015); Acuerdo del 19 de febrero de 2020 (Resolución PE 570/020 del 1/6/2020).

Finalmente, el Poder Ejecutivo, con fecha 21 de marzo de 2024 resuelve: “***Apruébase en todas sus partes, el Acuerdo y sus respectivos Anexos, suscrito con fecha 20 de noviembre de 2023***”.

En suma, cumplidas todas las exigencias normativas y convencionales, el Fideicomitente está habilitado para actuar como Fideicomitente en el negocio fiduciario proyectado, siendo válidas y eficaces las obligaciones asumidas en el Contrato constitutivo.

(ii) El derecho de crédito emergente de los Títulos de Deuda

a. La incolumidad de la adjudicación

Es importante comenzar este segmento señalando que la adjudicación de la Licitación 6/2000 a la Fideicomitente, según la multicitada Res. 482/2001, dice en su Resultando III) “...con fecha 15 de diciembre de 2000, el Ministro de Transporte y Obras Públicas dictó resolución, **que no fue impugnada por ninguno de los oferentes**”⁸. Si bien han transcurrido dos décadas, no deja de ser una fortaleza destacable de la estructura, la firmeza de la adjudicación y demás actos cumplidos por las partes bajo la concesión.

b. Sobre la Licitación y los Acuerdos complementarios ad referendum

La solvencia jurídica estructural de la cesión de los *Créditos* al Fideicomiso, depende causalmente de la rectitud del sistema contractual que se inicia con la licitación - contratación pública típica - y que, por virtud de los *Acuerdos*, culmina en un modelo contractual de derecho privado como es la *securitización* de activos en un fideicomiso financiero.

En función del alcance de este Informe y en este acápite particular, selecciono los aspectos más importantes de la Licitación, todos ellos esenciales en los contratos: el objeto, el precio y el plazo. Como ya se anticipara, estos elementos han modificado la concesión de tal forma que, al presente, los *Créditos* que se fideicomiten no coinciden con los términos originales. En efecto, el objeto inicial de la Licitación era únicamente la Ruta 8, ahora incluye parte de la Ruta 9; el precio que recibía el concesionario era la recaudación del peaje en Ruta 8, ahora los *Aportes* para las obras complementarias no tienen dicha fuente de recursos y el plazo máximo original ha resultado extendido, por virtud de sucesivos *Acuerdos*, ubicándose ahora en el año 2038.

Desde ya debe quedar dicho que todas las modificaciones que se describirán a continuación, están autorizadas por el derecho positivo vigente. Puntualmente y amén del régimen legal general para la concesión de obra pública (Ley 15.637), es importante transcribir el texto del artículo 152 de la Ley 19.670⁹, pues habilita expresamente las modificaciones que aquí se comentan:

“En las concesiones de obras públicas viales, cuando resulte necesario ejecutar un mayor volumen de obras a las previstas originalmente (obras complementarias o modificaciones a las estimadas inicialmente) o nuevas obras conexas no contenidas en el contrato original, se podrá alcanzar un acuerdo entre concedente y concesionario para su ejecución. Dicho acuerdo deberá cumplir lo dispuesto en el Texto Ordenado de Contabilidad y Administración Financiera del Estado (TOCAF) y estará sujeto a la intervención previa del Tribunal de Cuentas.

Para la realización de las obras adicionales el Estado podrá aportar recursos en forma parcial o total para el financiamiento de las mismas, debiendo ser rendida la ejecución de los recursos aportados exclusivamente mediante los certificados de obra que avalen la realización de obras por cuenta de la

⁸ Las otras oferentes que surgen de la Resolución eran Hernández y González SA y Ramón C. Álvarez SA.

⁹ Ley de Rendición de Cuentas, ejercicio 2017.

administración realizadas por el concesionario, los que deberán contar con la aprobación del Órgano de control de la concesión establecido en el contrato respectivo y sus modificaciones.

La presente norma es aplicable a las concesiones vigentes a la fecha de la promulgación de la presente ley y a las concesiones que puedan otorgarse en el futuro”.

Explicitado el fundamento jurídico, volvemos a los plexos convencionales:

Objeto. Del mismo acto administrativo que adjudicó la concesión se extrae sin demora que las obras viales referían exclusivamente a un tramo de la Ruta 8. Así, la obra concesionada tenía por objeto “los estudios y proyectos, construcción y conservación, operación y explotación del tramo de Ruta 8 comprendido entre Pando y Minas (31 km 390 al 79 km 000 y 81 km 500 al 115 km 700)”. En este Informe se han relacionado los sucesivos Acuerdos entre CAMINO A LAS SIERRAS y el MTOP, modificando el objeto. En cuando a los Acuerdos Involucrados en este Fideicomiso, por el primero se agregan obras complementarias en la ruta 8 y, por el segundo, se introducen obras en la ruta 9¹⁰.

Precio. Surge del mismo acto administrativo y de la cláusula Tercero del Contrato de Concesión de Obra Pública que “El Concesionario recibirá como contraprestación por su trabajo **lo que recaude durante el período de la concesión por concepto de tarifas de peaje** cobradas a los vehículos que atraviesen el puesto de recaudación de peaje situado en el km 45.600 de Ruta 8 en las proximidades de Soca...”. En cuanto al plazo, la misma cláusula establece un ligamen con el precio, al decir: “La concesión se adjudicó por el concepto de mínimo Valor Presente de los Ingresos; por lo que la misma **se extinguirá** en el mes *m* en que los ingresos actualizados del Concesionario por recaudación de peajes (...), igualen los U\$S 14.562.876, IVA no incluido”. Si contrastamos estas estipulaciones con el tenor de los Acuerdos que nos convocan, es evidente que la fuente de recursos no es la recaudación de peajes. Por el contrario, en ambos casos la cláusula 5.3 de los Acuerdos establece bajo el rótulo Aportes del Concedente (MTOP) que éste abonará con fondos propios las sumas allí expresadas.

Habida cuenta los nuevos compromisos de inversión del concesionario fueron ajustando el *Valor Presente de Ingresos* y que el plazo de la concesión está ligado a ello, era inexorable extender el plazo original de la misma. En tal sentido, el plazo original venía establecido en el Pliego de la Licitación, cuyo Art. 52 reza: “Se fija el plazo máximo de la concesión en 240 meses (20 años), reservándose el concedente el derecho de prorrogar el plazo hasta en 60 meses (5 años)”.

Dado que el contrato de concesión se firmó el 5 de setiembre de 2001, considerando el plazo máximo con su prórroga, la concesión se extinguiría en setiembre del año 2026. Tal obstáculo jurídico quedó removido en el Acuerdo Ruta 9 donde se establece, por un lado, que “el pago de los Aportes por parte del Concedente es independiente y autónomo respecto del tiempo de la vigencia de la Concesión” (c. 5.3.4) y en forma más categórica en la cláusula 9.5 se acuerda que el plazo máximo para alcanzar el VPI es hasta el mes de setiembre de 2038¹¹.

En suma, la rectitud jurídica de la *securitización* de los *Créditos* al negocio fiduciario proyectado depende, en gran medida, de la modificación lícita del contrato de concesión al cual el Fideicomiso está forzosamente engarzado. Cabe concluir que se han respetado las pautas contractuales y normativas relacionadas, lo cual es un respaldo jurídico robusto a la solvencia estructural del Fideicomiso.

¹⁰ Básicamente construcción y mantenimiento de la doble vía en el tramo de ruta 8 entre la ruta 11 y la 9 (Acuerdo Ruta 8) y la construcción y mantenimiento del tramo de ruta 9 entre las intersecciones con ruta 8 y la ruta Interbalnearia.

¹¹ Este aspecto fue abordado en la Res. 3488/2023 del Tribunal de Cuentas (apartado 19), en términos pormenorizados. Allí se tomó como estimación que el VPI “se alcanzaría en setiembre de 2036, pero se trata de una estimación efectuada en función de la evolución de variables como tránsito, tarifas y tasas”.

c. Riesgo constructivo

Del Resumen Ejecutivo del Prospecto, surge una estimación de finalización de las obras en la Ruta 9 para marzo de 2027 (Aporte 5 – 31/3/2027). Las vicisitudes en la ejecución de las obras sin dudas puede ser un elemento distorsivo en la secuencia temporal de los hitos proyectados. No obstante y considerando el escaso tiempo remanente de obras en relación al plazo de repago de los TD, la eventualidad de una demora (o errores) en la ejecución, no representa un riesgo relevante en orden a la satisfacción del derecho de crédito de los titulares beneficiarios.

En el contrato de concesión se fijaron garantías de cumplimiento que lucen adecuadas para resolver los eventos de incumplimiento en la ejecución de las obras. Por su parte, en los *Acuerdos* se establecen requisitos adecuados para la recepción definitiva de las obras.

Del Prospecto Informativo surgen explicaciones brindadas por el Fideicomitente que dan sustento a tal afirmación. Cabe reproducir: “Desde el año 2015 el Fideicomitente ha celebrado con el MTOP diversos contratos de infraestructura con una estructuración financiera muy similar a lo que luego se denominó Contratos CREMAF. Es decir, básicamente la empresa constructora realiza la obra, financiando directamente al Estado. El pago financiado se realiza luego de dos formas: a) con un pago irrevocable y sin riesgo performance – posible de ser vendido sin recurso y cuyo único riesgo es el riesgo de crédito del Estado Uruguayo y; b) un pago sujeto a disponibilidad y buen estado de mantenimiento de la carretera (en el caso de CAMINO A LAS SIERRAS SA, la extensión del plazo de operación del peaje)”, y añade “Al ser los pagos del MTOP irrevocables, e independientes del resto de las condiciones de la concesión, esto permite aislarlos del resto de los riesgos naturales de la operativa de una empresa constructora, y generar un instrumento que reduce sensiblemente los costos financieros”.

Me permito apuntar que la irrevocabilidad del pago de los *Aportes* no garantiza que el mismo se verifique en las fechas proyectadas. Como ya fuera explicado y surge en lo medular de la cláusula 7 del Contrato, el Fideicomitente notificará al Fiduciario el cumplimiento de cada hito para cada Aporte acompañado de la aceptación escrita del MTOP para la cesión del respectivo Aporte, todo ello en forma previa a cada Fecha de Emisión. Sin embargo, es dable concluir que el riesgo constructivo queda exiliado casi totalmente de la vida del Fideicomiso.

d. Riesgo de incumplimiento del Estado-MTOP

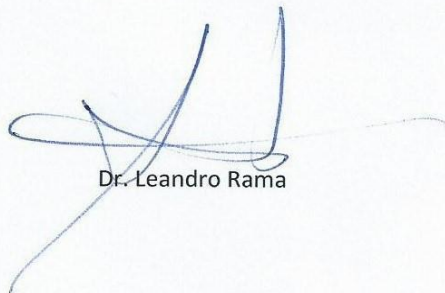
La contingencia de ausencia de pago existe siempre (ya sea la obligación de fuente contractual o legal). El aforismo *El Estado se presume solvente*, está muy extendido y tiene sustento en todo un sistema propio de control y responsabilidad de la actividad estatal.

Ahora bien, yendo a lo particular de la estructura bajo análisis, el riesgo de incumplimiento en el pago de los *Aportes* y que ello afecte el derecho de crédito de los titulares beneficiarios, es prácticamente nulo. A la ya mencionada irrevocabilidad de los *Aportes* y la independencia de estos recursos con el resto de la concesión, cabe colacionar aquí algunas estipulaciones pactadas en los *Acuerdos*, que otorgan mayor fortaleza pues refieren puntualmente a la obligación de pago en contraprestación por las obras complementarias asumidas por el concesionario.

En todos los casos cada uno de los *Aportes* será pagado por el MTOP en diez cuotas anuales, iguales y consecutivas, los *Acuerdos* establecen que: **a)** los pagos son autónomos del plazo de la concesión; **b)** como están pactados en dólares se realizarán por su equivalente en pesos según la cotización de dólar interbancario del día anterior a la fecha de pago y **c)** el atraso generará una multa a la tasa media de interés para empresas en dólares (BCU), hasta la fecha de su efectivo pago.

En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos estructurales en el proceso de emisión proyectado.

Montevideo, 31 de agosto de 2024.-



Dr. Leandro Rama