

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO CAF -AM FERROCARRIL CENTRAL

Montevideo, junio de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
12	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
15	III LA ADMINISTRACION
22	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
26	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
<hr/>	
ANEXO I INFORME JURIDICO	
<hr/>	

**CALIFICACIÓN DE RIESGO C.Ps. FIDEICOMISO FINANCIERO CAF-AM
FERROCARRIL CENTRAL
03-junio -2019**

Plazo:	20 años
Fiduciario:	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)
Monto:	equivalente en pesos uruguayos de hasta 3 mil millones de UI
Activos del Fideicomiso:	Inversión en Deuda Senior en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central realizada por el Fideicomiso.
Asesor Legal:	Guyer & Regules
Fideicomitentes y Beneficiarios:	Suscriptores iniciales de los CP's
Gestor:	"CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A."
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	RAFISA
Calificadora de Riesgo:	CARE
Vigencia:	180 días o cierre del primer ejercicio del fideicomiso, en su caso.
Comité de Calificación:	Ec. Julio de Brun, Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán
Calificación de riesgo:	BBB uy
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "CAF-AM Ferrocarril Central" con la calificación BBB (uy) de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe del Anexo. Este informe, habitual en todas las calificaciones de riesgo, cobra en este caso una relevancia mayor, si cabe, en tanto roza elementos de ámbitos muy diversos en el campo del derecho.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor se ajusta a expectativas razonables de rentabilidad, dada la comparación con otros negocios análogos, y teniendo presente la tasa de interés que razonablemente se cobrará en el préstamo.
- Este Fideicomiso amplía la capacidad financiera ya implementada con el "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM" (CAF I) y el "Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II – CAF AM" (CAF II), ambos también calificados por CARE. Los antecedentes del Gestor CAF-AM en dichas operaciones, así como los procedimientos de gobernanza allí implementados, fueron relevantes a la hora de emitir nuestra opinión sobre este Fideicomiso.
- Vinculado a lo anterior, también se ha valorado la vinculación de la Corporación Andina de Fomento (CAF) como accionista de CAF ASSET MANAGEMENT CORP., sociedad a su vez accionista del Gestor del Fideicomiso CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A. y el notorio compromiso de CAF por el cofinanciamiento que pueda asumir en la inversión en deuda del fideicomiso.
- El Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, adjudicado provisoriamente bajo la modalidad PPP, ha adquirido importancia estratégica para el Gobierno, particularmente por su vinculación con la inversión en una nueva planta de celulosa en Uruguay. Esto se enmarca, a su vez, en la política de promoción de obras de infraestructura a través de la modalidad PPP (Ley de Participación Público - Privada N° 18.786 de 19 de julio de 2011, reglamentada por el Decreto 17/012 y sucesivos decretos de otorgamiento de beneficios fiscales).
- La inversión inicial, estimada en algo más de mil millones de dólares, requiere financiamiento en un monto mayor a los aproximadamente USD 350 millones establecidos en este Fideicomiso. El cierre financiero de esta operación, a través de aportes de capital, la participación prevista de la CAF y otros proveedores de fondos, tanto en su suficiencia, oportunidad y jerarquización, será un elemento para valorar en futuras actualizaciones de la calificación.

- No estando aún definidas las condiciones de la inversión en deuda a realizar por el Fideicomiso, resulta un ejercicio estéril especular sobre posibles flujos de fondos y rentabilidades asociadas para el inversor. Sin embargo, las estimaciones del proyecto ferroviario prevén una rentabilidad del 10,5% real anual, dadas las inversiones y los pagos comprometidos por el Estado. Por ello, es razonable esperar que bajo expectativas razonables de cumplimiento por parte del adjudicatario, éste será capaz de generar fondos suficientes para remunerar a los inversores en este Fideicomiso con un rendimiento acorde con el grado de riesgo asumido.
- A falta de un flujo inicial de fondos para el inversor, cobra particular relevancia para la primera calificación el análisis de la política de inversión, la conformación de la estructura de decisiones acerca de la inversión en deuda a realizar, las disposiciones de gobierno corporativo en general, y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave. Todo esto da satisfacción a las evaluaciones realizadas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central".

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

En este caso, en tanto el fideicomiso invierte en deuda de determinadas características que sólo financia un proyecto de infraestructura, la calificación se revisará cuando se concrete la operación de financiamiento, cuando se verificará que la misma no afecta la calificación de los certificados del fideicomiso haciéndolos caer por debajo del grado inversor¹.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo beneficios, conforme al proyecto que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo sólo con arreglo a determinados procedimientos.

En definitiva, la nota seguirá en general, entre otros criterios, el cumplimiento del objetivo y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación. Asimismo, como se refirió, se prevé la intervención de CARE en ocasión del negocio de financiamiento, de tal forma de asegurar que la calificación del fideicomiso no caerá debajo del grado inversor con el financiamiento acordado. Al contrario, la concreción satisfactoria de este negocio debería determinar, todo lo demás constante, un mejoramiento de la nota inicial a medida que diversos elementos de incertidumbre se vayan disipando.

Por otra parte, por ser un fideicomiso que se constituye para conferir financiamiento a un proyecto de infraestructura cuyos términos aún no están definidos, cobra particular relevancia para la primera calificación el análisis de la política de crédito, la conformación de la estructura de decisiones en torno a las inversiones en deuda, las disposiciones de gobierno corporativo en general y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave, entre otros.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales². Éstos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy.

¹ Sin perjuicio de las actualizaciones regulares de norma.

² "Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros"

El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Ec. Julio de Brun, el Ing. Julio Preve y el Cr. Martín Durán Martínez.

2. Antecedentes generales

La Corporación Andina de Fomento (CAF) ha decidido apoyar el financiamiento de una serie de proyectos de infraestructura en Uruguay, a través de la modalidad de Participación Público-Privada (PPP). Para ello, provee financiamiento mediante la forma de deuda senior a los adjudicatarios de los proyectos PPP. Los contratos de deuda se incorporan como activos de fideicomisos financieros, cuyos beneficiarios son los suscriptores de los certificados de participación (CP) emitidos por dichos fideicomisos. Además del fiduciario, dichos fideicomisos cuentan con el apoyo técnico de un Gestor, que es una entidad creada con dicho fin por la CAF en Uruguay: CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAFAMU)³. Dicha entidad aporta la experiencia de CAF y de su propio staff técnico en la selección, análisis y recomendación de inversiones en deuda y en el diseño contractual de los préstamos. Además, está previsto que la propia CAF participe en el financiamiento del proyecto, bajo condiciones análogas a las del fideicomiso financiero. Hasta el momento de este informe, se han implementado dos fideicomisos financieros con estas características, ambos calificados por CARE.

El 24 de octubre de 2016 República AFISA divulgó, en carácter de Fiduciario, el Prospecto Informativo del primero de ellos: el "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I" (CAF I) para la emisión de Certificados de Participación (CPs) por el equivalente en pesos uruguayos de un total de hasta 2,8 mil millones de unidades indexadas. CARE otorgó a la emisión de dichos CPs la calificación BBB (uy) en marzo de 2016, la cual mantuvo en las actualizaciones realizadas hasta la fecha.

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

Por su parte, el 30 de noviembre de 2018 se registró ante el Banco Central del Uruguay el Prospecto Informativo del "Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM" (CAF II). Los certificados de participación en dicho Fideicomiso fueron emitidos por Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN), actuando en calidad de Fiduciario. Al igual que en el CAF I, en este Fideicomiso Financiero también se preveía la participación de CAF-AM como Gestor y la posibilidad de cofinanciamiento por parte de la CAF. Hasta el momento, el CAF II no ha efectuado inversiones en deuda.

En noviembre de 2018, CARE otorgó a los CPs del CAF II la calificación BBB (uy), la cual mantuvo en la actualización realizada en abril de 2019.

Ahora tenemos a estudio el contrato de Fideicomiso entre CAF-AM, República AFISA y Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA)⁴, con el propósito de

³. Dicha empresa es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay, íntegramente de propiedad y subsidiaria de CAF ASSET MANAGEMENT Corp. Ésta, a su vez, es una sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de Panamá, subsidiaria de CAF, institución financiera multilateral de derecho internacional público, creada por Convenio Constitutivo suscrito en Santa fe de Bogotá, Colombia, el 7 de febrero de 1968, a la que se incorporó la República Oriental del Uruguay mediante Acuerdo aprobado a través de la Ley N° 17.529 de 9 de Agosto de 2002.

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

constituir el “Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central” (CAF III).

Al igual que lo ocurrido con el CAF I y el CAF II, el Poder Ejecutivo declaró promovida la actividad desarrollada por el CAF III al amparo del artículo 11 de la Ley N° 16.906 de 7 de enero de 1998, disponiendo las consiguientes exoneraciones fiscales, mostrando así la continuidad de su compromiso con el proyecto (Decreto de 30 de julio de 2018 ⁵).

En el CAF III volverá a participar CAF-AM en calidad de Gestor. También de forma análoga a la prevista en los fideicomisos financieros CAF I y CAF II, en el CAF III se introduce la posibilidad de que la propia CAF participe en el cofinanciamiento del proyecto del Ferrocarril Central. Sin embargo, en este caso no se establecen límites a la participación de CAF ni se introduce un procedimiento especial en la aprobación del crédito para el proyecto del Ferrocarril Central por parte del Fideicomiso que comprenda la decisión de la CAF sobre el préstamo, tal como se hacía en los otros fideicomisos mencionados. Sin embargo, de acuerdo con información solicitada por CARE, la CAF participaría en el proyecto del Ferrocarril Central con un cofinanciamiento de hasta USD 50 millones.

3. Las principales características de esta operación

- El Fideicomiso invertirá en Deuda Senior en el Proyecto Ferrocarril Central, a ser ejecutado mediante la modalidad de Participación Público-Privada (PPP)⁶.
- Por “inversiones en deuda” se entiende el otorgamiento de Deuda Senior al Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central. Para ser elegible este proyecto para realizar la inversión en deuda, deberán cumplirse, entre otras, las siguientes condiciones⁷ :
 - Que la estructura del financiamiento propuesto sea adecuada a la naturaleza del Proyecto, incluya una apropiada asignación de riesgos y cuente con las medidas de mitigación requerida y acorde con las mejores prácticas de mercado;
 - Que los riesgos de construcción y de culminación deberán estar debidamente identificados y mitigados;
 - Que la exposición al riesgo de mercado, (volumen y precio) del proyecto sea cuantificable, y apropiadamente mitigado;
 - Que los promotores del proyecto aporten recursos propios al menos por el mayor entre (i) el que sea apropiado para sus características (ii) el exigido por la entidad concedente en el contrato PPP;
 - Que los promotores otorguen garantías de culminación, de sobrecostos y deficiencias en forma y contenido satisfactorios y acorde con las prácticas de mercado;
 - Que los contratos y documentos de proyecto estén bien estructurados y adecuados, y con contrapartes de reconocido prestigio y experiencia comprobada en el campo respectivo;

⁵. El mismo que otorgó beneficios fiscales para el CAF II.

⁶. Por Deuda Senior se entiende “cualquier endeudamiento de rango igual o superior en privilegio y prelación en el pago que el endeudamiento de mayor rango, privilegio y prelación existente o futuro y que no se encuentre subordinado a ningún otro endeudamiento del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, exceptuando aquellos con mejor prioridad o prelación por disposición legal” (definición utilizada en el Prospecto de Emisión).

⁷. Según el Anexo “Política de Inversión” en el Contrato de Fideicomiso.

- Que el resultado de la evaluación crediticia realizado por el Gestor muestre que la estructura financiera del proyecto permite el adecuado y oportuno pago de sus obligaciones, aún en escenarios de estrés resultantes de la ocurrencia de hechos imprevistos;
 - Que la estructura jurídica, administrativa, y contractual del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central sea adecuada;
 - Se buscará que, en caso de que se produzca una terminación anticipada del contrato PPP del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, por cualquier causa, la estructura contractual tenga elementos que permitan estimar que dicho proyecto cuente con los recursos financieros necesarios para repagar la Inversión en Deuda del Fideicomiso.
-
- La Inversión en Deuda será analizada por el Gestor, quien hará la recomendación correspondiente al Fiduciario. Sus tareas se ajustarán a lo establecido en el Contrato de Gestión y siguiendo la Política de Inversión que se detalla en el Anexo 1 del Contrato de Fideicomiso. En esencia, el Gestor preparará y negociará los contratos, convenios y demás actos que se requieran para el correcto cumplimiento de los fines del Fideicomiso y recomendará los términos y condiciones de la Inversión en Deuda que éste realice.
 - El Gestor contará con un Comité de Crédito, el cual resolverá de manera autónoma si recomienda o no al Fiduciario efectuar la Inversión en Deuda, informando al Comité de Vigilancia de su decisión.
 - El Gestor contará con un Comité de Calificación de Cartera encargado de realizar la evaluación interna de la Inversión en Deuda conforme se establece en el Contrato de Fideicomiso.
 - El Fideicomiso contará con un Comité de Vigilancia encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones a cargo del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés. Estará integrado por hasta un máximo de cinco miembros. Con la información presentada por el Gestor y toda otra aquella que estime del caso solicitar, el Comité de Vigilancia aprobará la Inversión en Deuda del Fideicomiso.
 - El Fiduciario es, en última instancia, el responsable de la gestión del Fideicomiso, para lo cual examinará las recomendaciones recibidas del Gestor, realizando su propia evaluación. Para ello, el Fiduciario constituirá un Comité de Evaluación de Inversiones, el cual será su órgano interno encargado de realizar el análisis de la Inversión en Deuda recomendada por el Gestor y tomar las decisiones que al respecto han sido asignadas al Fiduciario por el Contrato de Fideicomiso. En caso de discrepancia con la recomendación del Gestor, la cuestión será dirimida en el Comité de Vigilancia.

- Con los Activos del Fideicomiso o los Fondos Líquidos el Fiduciario no podrá contraer ningún tipo de deuda o endeudarse cualquiera sea la forma con el patrimonio fiduciario. No obstante, el Fideicomiso podrá endeudarse para cubrir necesidades temporales de tesorería, causadas únicamente por (i) demoras en el cumplimiento de las integraciones de los Valores, o (ii) Gastos del Fideicomiso que se deberán cubrir con futuras integraciones de Valores. Los montos y plazos de estos endeudamientos se adecuarán a las necesidades temporales de tesorerías causadas por los eventos indicados en los numerales (i) y (ii) anteriores. El Gestor buscará las mejores condiciones que otorgue el mercado para tomar los mencionados endeudamientos por parte del Fiduciario.
- El manejo de los fondos, la emisión de los Valores, la rendición de cuentas hacia los Beneficiarios, así como la contabilidad del Fideicomiso, son responsabilidad propia e indelegable del Fiduciario.
- El Fiduciario emitirá Valores de acuerdo con los términos y condiciones que se indican en este Prospecto.
- En caso de que no se suscriba al menos UI 1.650.000.000 (Unidades Indexadas mil seiscientos cincuenta millones), el Fiduciario no procederá a realizar la emisión y se dejarán sin efectos las suscripciones efectuadas. En tal caso, el Fideicomiso se disolverá en forma automática, sin que se generen costos ni responsabilidades para ninguna de las partes, salvo por los gastos que se generen por el registro y la oferta pública de los Valores, los que serán asumidos por el Gestor.
- El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 20 años a contar desde la firma del Contrato de Fideicomiso, el cual podrá ser prorrogado por decisión de una mayoría del 75% de Titulares con derecho a voto. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá resolverse en forma automática si a los ocho trimestres de finalizado el período de suscripción no se ha formalizado la Inversión en Deuda prevista en el objeto de este Fideicomiso.
- Ocurrida la extinción del Fideicomiso y una vez cancelados todos los Gastos del Fideicomiso, el Fiduciario procederá a transferir a los Titulares los fondos remanentes que pudieran existir en el Fideicomiso.

4. Información analizada y procedimientos operativos.

El presente informe se elaboró en base a versiones preliminares de los siguientes documentos:

- Prospecto Informativo
- Contrato de Fideicomiso
- Contrato de Gestión
- Contrato de Entidad Registrante
- Contrato de Entidad Representante
- Términos indicativos del contrato de préstamo entre el Fideicomiso Financiero y la sociedad adjudicataria del Proyecto PPP Ferrocarril Central.

También se tuvo a disposición la siguiente información:

- Estados financieros de la fiduciaria
- Información referida al Gestor
- Antecedentes fideicomisos CAF I y CAF II

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

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

Los procedimientos operativos seguidos en este caso se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota⁸.

⁸ Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecerán en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II - CAF-AM creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero

1. Descripción general

Denominación	Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central
Fiduciario	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)
Gestor	CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. (CAF-AM o CAFAMU)
Títulos por Emitir	Certificados de Participación (CPs)
Activos del Fideicomiso	Inversión en Deuda realizada por el Fideicomiso en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, además de otros bienes y derechos emanados de la gestión del Fideicomiso.
Moneda	Pesos Uruguayos, expresados en Unidades Indexadas (UI)
Monto de la Emisión	UI 3.000.000.000, con un mínimo de UI 1.650.000.000
Distribuciones	Trimestrales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
Calificadora de Riesgo	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

CARE contrató al Estudio Olivera Abogados, a fin de obtener una evaluación independiente de las características jurídicas de esta operación. El análisis agregado en el Anexo I concluye que_

- a) Los Documentos de la Emisión no merecen observaciones desde un punto de vista legal o regulatorio y reflejan en definitiva el “estado de arte” y práctica jurídica actual en Uruguay para este tipo de instrumentos financieros;
- b) Afirmación similar puede efectuarse respecto de las previsiones contenidas sobre los roles de los participantes y las obligaciones previstas en el Fideicomiso Financiero, las cuales son las razonablemente esperadas para mitigar los riesgos a que se encuentra sujeta dicha estructura;

- c)** El Gestor cuenta a la fecha con experiencia propia en Uruguay, administrando precisamente el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM I y II, con lo cual su rol en proyectos de infraestructura en Uruguay se encuentra razonablemente verificada por sí misma y se refuerza con la vinculación que el mismo tiene con la CAF y el compromiso de ésta última de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero;
- d)** La Política de Inversión para el Fideicomiso Financiero contiene procesos y etapas razonables y acordes al objetivo perseguido por el Fideicomiso. De todas formas, en su ejecución concreta y en el desarrollo y capacidades del Gestor estará el foco de análisis para los riesgos de los inversores, en la medida que el retorno esperado por la inversión en los Certificados de Participación dependerá exclusivamente de la correcta estructuración de las operaciones de otorgamiento de crédito en el marco del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central.

Sin perjuicio de estas consideraciones favorables, que son las que mayormente se tienen en cuenta por CARE a la hora de manifestar una opinión del riesgo crediticio de los CPs que proyecta emitir este Fideicomiso, el asesor jurídico también efectúa puntualizaciones sobre la especial característica que tiene esta tercera operación de financiamiento de proyectos PPP: su concentración en una sola inversión en deuda. En efecto, la estructura diseñada bajo este Fideicomiso Financiero apunta a la captación de recursos del mercado para ser aplicados exclusivamente a su colocación en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central. Por lo tanto, además de la estructura del Fideicomiso propiamente dicha, los principales aspectos del análisis de riesgo de la estructura deberán revisarse en el momento oportuno de otorgamiento del crédito al Proyecto Ferrocarril Central. En tal sentido, hacemos nuestra la opinión de nuestro asesor jurídico en cuanto a que “los aspectos que deberán considerarse en dicha instancia se deberán focalizar especialmente en

- (a)** los riesgos de eventuales anulaciones al procedimiento licitatorio bajo el cual resulta adjudicatario la Sociedad Contratista, motivado en reclamos efectuados por terceros oferentes;
- (b)** el alcance del Contrato de Participación Pública-Privada con la Sociedad Contratista que contemple una adecuada distribución de riesgos entre las partes; y
- (c)** una revisión de la constitución y funcionamiento de las garantías a favor de los Acreedores Seniors del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central”.

A tal punto es singular la estructuración de este Fideicomiso para el otorgamiento de una única operación de financiamiento, que su no concreción se ha incorporado como condición resolutoria del Fideicomiso, sumada a la usual hipótesis de una insuficiente recolección de fondos.

Cabe señalar que, al igual que en los fideicomisos que hemos denominado CAF I y CAF II, CARE ha acordado con el Fiduciario la emisión de un informe de no objeción una vez que los términos de la operación de préstamo estén definidos, con el fin de evaluar si la operación financiera finalmente estructurada no

afecta negativamente el grado inversor de los CPs calificados. Este informe de no objeción adquiere particular relevancia en este caso, pues a diferencia de lo que ocurre con CAF I y CAF II, si se estima que la operación financiera no tiene los elementos suficientes como para asegurar el mantenimiento del grado inversor y finalmente la operación de financiamiento no se concreta, se ejecuta la condición resolutoria prevista en el párrafo segundo del artículo 12 del Contrato de Fideicomiso⁹.

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo*¹⁰.

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser registrados y tener acceso al mercado secundario en el mercado de valores uruguayo. Por este motivo, el instrumento comparte las limitaciones habituales del mercado de capitales uruguayo. *El riesgo es medio alto.*

⁹. En los casos de los fideicomisos CAF I y CAF II, una eventual objeción a una operación de financiamiento no impide su sustitución por otra operación de crédito, o incluso la continuación del Fideicomiso Financiero con un monto de inversiones en deuda inferior al capital suscrito.

¹⁰. La advertencia sobre la concentración de los activos en un único proyecto de inversión en deuda se incorpora en nuestro análisis del riesgo del activo subyacente, Sección IV de este informe.

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante **RAFISA** o la **Fiduciaria**) en su condición de Agente de Pago, Emisora y Fiduciaria del Fideicomiso Financiero y CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A. (en adelante **CAFAMU** o **Gestor**) en su calidad de Gestor. También es relevante considerar la presencia de la Corporación Andina de Fomento (CAF), no sólo como propietario final del patrimonio de CAFAMU, sino también por la incorporación de su experiencia en el financiamiento de obras de infraestructura.

1. La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC al cierre del 31/12/2018 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 585.164. Esto supone un incremento del orden del 5,34 % respecto al que tenía al 31/12/2017. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-18	31-Dec-17	31-Dec-16
Activo	705.262	637.392	636.880
Activo Corriente	261.447	249.236	219.778
Activo no Corriente	443.815	388.155	417.102
Pasivo	120.097	81.887	78.969
Pasivo Corriente	101.326	57.829	58.536
Pasivo no Corriente	18.772	24.058	20.433
Patrimonio	585.164	555.505	557.910
Pasivo y Patrimonio	705.262	637.392	636.880
Razón Corriente	2,58	4,31	3,75

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una situación similar en el periodo cerrado a diciembre de 2018 respecto a igual período del año anterior. Los resultados operativos disminuyen producto del

crecimiento de los gastos administrativos. Esto se ve compensado por un fuerte crecimiento en los resultados financieros.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos a diciembre de 2018 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-18	31-Dec-17	31-Dec-16
Ingresos Operativos	290.623	270.590	307.513
Gastos de Adm y Ventas	(283.795)	(225.274)	(217.054)
Resultado Operativo	6.828	45.316	90.458
Resultados Diversos	56	622	84
Resultados Financieros	53.691	17.636	29.802
IRAE	(15.910)	(16.323)	(31.299)
Resultados del periodo	44.665	47.251	89.044

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 31 de diciembre de 2018, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

2. El Gestor

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

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

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

CAF-AM Uruguay sólo podrá promover y/o administrar otro fideicomiso o vehículo en la República Oriental del Uruguay con características similares a éste (tal cual viene ocurriendo). Es decir, que tenga por objeto invertir en un portafolio de Inversiones en Deuda de Proyectos de Infraestructura en las condiciones previstas en el Contrato de Fideicomiso y en el Contrato de Gestión.

Asimismo, la Asamblea de Titulares del Fondo CAF I de fecha 6 de agosto de 2018 autorizó la participación de CAF-AM Uruguay como Gestor del Fideicomiso. Asimismo, de conformidad con el Contrato de Gestión suscrito bajo el Fondo II CAF-AM, el Gestor podrá promover y/o administrar otro fideicomiso o vehículo en la República Oriental del Uruguay con características similares al Fondo II CAF-AM, que tenga por objeto invertir en Deuda Sénior de Proyectos de Infraestructura ferroviaria, debiendo comunicar este extremo a la Entidad Representante de la emisión del Fondo II CAF-AM.

Estructura organizacional

La estructura organizacional del Gestor es la siguiente:

Figura 1. Estructura Organizacional del Gestor



Al momento los principales cargos son los mismos que están gestionando las operaciones anteriores, esto es: el Gerente General es Fabián Ibarburu, el Gerente de Riesgo es Javier Liberman, el Gerente de Estructuración es Martín Galante y el Gerente de Portafolio de Gabriel Storch, todos ellos profesionales de sólida formación y experiencia en sus respectivas responsabilidades¹¹

Antecedentes

Como ya se ha mencionado, actualmente CAF-AM Uruguay gestiona el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I ("Fondo CAF I"), por un valor nominal de UI 2.8 miles de millones y el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II – CAF-AM ("Fondo CAF II") con una inversión prevista de hasta UI 4 mil millones. Ambos fueron calificados por CARE mereciendo nota de grado inversor. Como se ha expresado, esta operación se diferencia de las anteriores en el hecho que ya está definido el proyecto en el que habrá de participar, obviando la tarea de búsqueda de oportunidades de inversión. Efectivamente, en el contrato de fideicomiso se establece: **"El Fideicomiso realizará una Inversión en Deuda en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central"**.

¹¹. Un mayor detalle del equipo profesional de la organización se puede consultar en el Prospecto Informativo

Por todo lo mencionado y teniendo en cuenta el marco establecido en los contratos respectivos, así como los órganos de control que habrán de regir, no se encuentran observaciones respecto a la idoneidad del Gestor para el desempeño de la tarea encomendada en esta operación.

3. Gobierno Corporativo

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

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

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

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

3.1. Comité de Vigilancia

El Fideicomiso contará con un Comité de Vigilancia encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones a cargo del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés.

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

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

Entre otras, las atribuciones del Comité de Vigilancia serán:

- Comprobar que el Fiduciario y el Gestor cumplan lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso y el Contrato de Gestión, para lo cual sus miembros tendrán las más amplias facultades de inspección, revisión, consulta, solicitudes de aclaración o ampliación respecto de la información presentada.
- Verificar que la información para los Titulares sea suficiente, veraz y oportuna;
- Constatar que la Inversión en Deuda, gastos, u operaciones del Fideicomiso se realicen de acuerdo el Contrato de Fideicomiso. En caso de que el Comité de Vigilancia determine que el Gestor ha actuado en contravención a dichas normas, podrá solicitar al Fiduciario informe de esta situación a los Titulares;
- Elaborar y presentar al Fiduciario en forma trimestral, un informe detallando las tareas de fiscalización y control realizadas durante dicho trimestre.
- Analizar y resolver sobre las situaciones de conflictos de intereses que se les presente para su consideración.
- Acordar el margen sobre el rendimiento de la deuda soberana uruguaya mínimo aplicable para la Inversión en Deuda.

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

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

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

3.2. Comité de Crédito del Gestor y Política de Inversión

El Gestor designará un Comité de Crédito, el cual será el órgano responsable del análisis de la Inversión en Deuda. El Gestor presentará al Comité de Crédito del Gestor el análisis de debida diligencia efectuado, las proyecciones financieras, la asignación y los mecanismos de mitigación de riesgos, la Hoja de Términos acordada o el resumen, según corresponda, junto con su recomendación de efectuar la Inversión en Deuda. El Comité de Crédito del Gestor resolverá de manera autónoma si recomienda o no al Fiduciario efectuar la Inversión en Deuda, informando al Comité de Vigilancia de su decisión.

La particularidad de que este Fideicomiso se constituya para una sola operación de Inversión en Deuda hace que algunos aspectos de la Política de Inversión merezcan atención especial. En particular, para que pueda recomendarse al Fiduciario la Inversión en Deuda en el proyecto del Ferrocarril Central es necesario que, entre otras cosas:

- Que la estructura del financiamiento propuesto sea adecuada a la naturaleza del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, incluya una apropiada asignación de riesgos y cuente con las medidas de mitigación requerida y acorde con las mejores prácticas de mercado, de acuerdo con el criterio del Gestor;
- Que los riesgos de construcción y de culminación deberán estar debidamente identificados y mitigados;
- Que los Promotores del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central aporten recursos propios, bajo la forma de capital, al menos por el mayor entre (i) valor que, a juicio del Gestor, sea apropiado para las características del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central y (ii) el valor exigido como tal por la entidad concedente;
- Que los Promotores otorguen garantías de culminación, de sobre costos y deficiencias en forma y contenido satisfactorios para el Gestor y acorde con las prácticas de mercado, de ser apropiado;
- Que los contratos y documentos de proyecto estén bien estructurados y adecuados, y con contrapartes de reconocido prestigio y experiencia comprobada en el campo respectivo;
- Que el resultado de la evaluación crediticia realizado por el Gestor muestre que la estructura financiera del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central permite el adecuado y oportuno pago de sus obligaciones, aún en escenarios de estrés resultantes de la ocurrencia de hechos imprevistos;
- Que la estructura del financiamiento esté acorde con la práctica de mercado;
- Que la estructura jurídica, administrativa, y contractual del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central sea adecuada;
- Que en caso de que se produzca una terminación anticipada del contrato de participación público – privada del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, por cualquier causa, la estructura contractual tenga elementos que permitan estimar que el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central cuente con los recursos financieros necesarios para repagar la Inversión en Deuda del Fideicomiso.

3.3. Comité de Calificación de Cartera

El Gestor contará con un Comité de Calificación de Cartera encargado de realizar la evaluación interna de la Inversión en Deuda. Se harán dos evaluaciones al año (a junio y diciembre). El Comité estará integrado por tres miembros, dos designados por el Gestor y uno independiente elegido por CAF.

El Comité evaluará el desempeño cualitativo y cuantitativo del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, para detectar posibles deterioros que puedan afectar la recuperación de la Inversión en Deuda, incluyendo el avance de la construcción con respecto al plan de obra inicial, la ejecución presupuestal, los costos de operación y mantenimiento con respecto a los originalmente previstos, la idoneidad de la documentación, el cumplimiento de las condiciones contractuales y el cumplimiento de lo establecido en el Prospecto.

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

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

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

3.4. Comité de Evaluación de Inversiones del Fiduciario.

El Fiduciario constituirá un Comité de Evaluación de Inversiones, el cual será el órgano interno del Fiduciario encargado de realizar el análisis de la Inversión en Deuda recomendada por el Gestor y tomar las decisiones que al respecto han sido asignadas al Fiduciario por el Contrato de Fideicomiso.

4. Riesgos considerados:

- **Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del gestor. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo.*
- **Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de los actores analizados, su solvencia y las disposiciones de Gobierno Corporativo, este riesgo se considera *casi nulo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del “Fideicomiso Financiero CAF AM Ferrocarril Central” (CAF III) es generar rentabilidad para los Titulares a través de una inversión en Deuda Senior realizada por el Fideicomiso en el proyecto ferroviario mencionado. En consecuencia, esa Inversión en Deuda será el principal bien fideicomitado.

El Fideicomiso, por contrato, cuenta con un plazo de hasta cinco años contados desde la suscripción de los CPs para invertir los fondos en el proyecto ferroviario, pero obviamente ese plazo se puede reducir hasta el del último desembolso requerido por ese proyecto. De todos modos, también se establece un plazo de dos años para que el Fiduciario suscriba un Compromiso Irrevocable de Inversión, en el que manifiesta su intención de celebrar un contrato de préstamo o similar con adjudicatario del proyecto ferroviario. Por lo tanto, si en ese plazo no se concreta una operación de financiamiento, el Fideicomiso se liquida.

El proyecto ferroviario Ferrocarril Central consiste en la construcción del tramo ferroviario que une el Puerto de Montevideo con la ciudad de Paso de los Toros. Esta infraestructura permitirá transportar 4,5 millones de toneladas al año en el corredor central del país, siendo las posibles cargas celulosa, madera, granos, contenedores, combustible, productos químicos, además de carga general.

El adjudicatario del contrato PPP es el consorcio Grupo Vía Central, integrado por las empresas NGE Concessions (empresa francesa especializada en obras públicas), Sacyr Concessions (empresa española, también dedicada a la infraestructura), Saceem (empresa constructora uruguaya) y Berkes (empresa uruguaya de ingeniería y construcción).

La remuneración del adjudicatario está basada, como en otros contratos PPP, por los llamados “Pagos por Disponibilidad”, que en este caso ascienden a un máximo de USD 406 mil diarios, aproximadamente. Para poder recibir dicha suma de manera íntegra, la infraestructura no debe estar cerrada o bloqueada de manera que se impida la circulación en alguna parte de la longitud prevista en el contrato, salvo por eventos considerados como excepcionales. Tampoco debe producirse en tramo o zona alguna una falta o evento de no disponibilidad que no sea remediado o rectificado por el Contratista, ya sea que tenga o no un plazo comprometido de respuesta.

De acuerdo con las estimaciones económicas presentadas en oportunidad del llamado público para el contrato PPP del Proyecto Ferroviario, la rentabilidad de la inversión se situaría en el entorno de un 10,5% real anual. Por lo tanto, es de esperar que el flujo de fondos generado por este proyecto sea suficiente para remunerar a los inversores en los CPs de este Fideicomiso con una rentabilidad real entre el 5% y el 6% anual. Sin embargo, tal como ha procedido CARE en los otros fideicomisos en los que CAFAMU actúa como Gestor y que están asociados a inversiones en deuda a proyectos PPP, hemos procedido en este caso a basar la calificación en la calidad de la estructura del Fideicomiso y en los antecedentes profesionales de las entidades y los funcionarios

involucrados. Las condiciones del contrato de préstamo no están aún definidas, por lo que no podemos establecer lo que no consideramos oportuno aún elaborar un flujo de fondos para el inversor en los CPs y evaluar los riesgos de la operación financiera específica.

A partir del informe de no objeción que CARE debe proporcionar al Fiduciario en cuanto al mantenimiento de la calificación de grado inversor una vez conocidos y acordados entre el Fiduciario y el Grupo Vía Central los términos de la operación de préstamo, es que podremos completar el análisis de riesgo con una rentabilidad esperada para el inversor.

1. Riesgos considerados

- **Riesgo de generación de flujos**, que supone la no existencia de proyectos a financiar y la volatilidad en los ingresos, especialmente por fallas en la construcción y mantenimiento de la obra pública. En el caso de este fideicomiso, que se constituye con un objetivo específico de financiamiento, el riesgo no es tanto sobre la existencia sino por la falta de concreción de la operación de préstamo, o porque se materialice en condiciones desfavorables para el Fideicomiso. Dada la estructura de toma de decisiones y el marco de acción establecido en la Política de Inversión, se considera que el primero de estos aspectos está razonablemente contemplado, subrayándose que el riesgo se mitiga esencialmente por la gestión de CAF-AM, que tiene sus incentivos alineados con el éxito de la operación. En cuanto al segundo elemento, los antecedentes de las empresas que conforman el grupo adjudicatario permiten generar una expectativa razonable de materialización de los flujos esperados. De todos modos, no conociéndose aún los términos definitivos del contrato de préstamo, consideramos que *el riesgo de este componente es medio-medio bajo*.
- **Riesgo de descalce de moneda**; los CPs van a estar denominados en UI y, presumiblemente, la inversión en deuda se efectuará en la misma unidad de cuenta. Sin embargo, los ingresos del adjudicatario tendrán componentes en UI y dólares, por lo que deberá esperarse a conocer la totalidad de la estructura de financiamiento para determinar el grado de exposición a fluctuaciones en el valor de la moneda uruguaya que tiene el flujo del activo subyacente y cómo se transmite, eventualmente, a los inversores en CPs. Por lo tanto, en esta etapa se considera que este *riesgo es bajo*.

V. EL ENTORNO

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

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

El primero tiene que ver con la capacidad del Fideicomiso Financiero de cumplir con su objetivo, es decir, materializar la operación de financiamiento al proyecto ferroviario Ferrocarril Central. Si bien el proyecto existe y ha sido adjudicado por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO) al Grupo Vía Central, a la fecha de este informe no hay una operación de préstamo cerrada. Por lo tanto, no puede afirmarse todavía que existe un contrato que contemple, en todos sus aspectos, los intereses del potencial deudor y el Fideicomiso, así como la relación entre los distintos acreedores que tendrán pretensiones sobre los flujos de fondos de la inversión.

Lo que sí puede decirse es que el proyecto tiene una importancia estratégica para las autoridades uruguayas, pues surge a partir de las necesidades logísticas derivadas de lo que sería la potencial instalación de una tercera planta de celulosa en el entorno de la ciudad de Paso de los Toros. De allí el impulso político que tiene el proyecto, las facilidades tributarias otorgadas y la conformación de un contexto de generación de un flujo de fondos atractivo para los inversores involucrados.

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

En la situación actual, donde el uso de la herramienta de los contratos PPP es incipiente y todavía no hay prácticamente obligaciones financieras para el Estado, este factor de riesgo está totalmente dominado por el mencionado en primer término, es decir, la concreción de la operación de préstamo al adjudicatario del proyecto PPP Ferrocarril Central. Pero a medida que los recursos de los distintos Fideicomisos comiencen a canalizarse a inversiones en Deuda, el análisis de riesgo de CARE pondrá más énfasis en la disponibilidad de recursos presupuestales para atender las obligaciones financieras del Estado en las PPP, en particular, y en la evolución de las finanzas públicas y la tradicional voluntad de pago del Estado uruguayo, en general.

En conclusión, en el contexto actual de perfil de la deuda pública, facilidad de acceso al mercado de capitales, crecimiento de la economía y grado de avance en el proceso de contratación en un proyecto de alta importancia estratégica para el Gobierno, consideramos que *el riesgo de entorno es bajo*.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, el activo subyacente y su flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de Grado Inversor: Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Julio de Brun

². BBB (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

ANEXO I

ANEXO I
INFORME JURÍDICO

Montevideo, 27 de mayo de 2019

Señores
CARE Calificadora de Riesgos S.R.L.
Presente.

Atención: Ing. Julio Preve

De nuestra mayor consideración:

Hacemos referencia a la solicitud de análisis legal del “*Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central*” (en adelante el “Fideicomiso Financiero”) en el marco del informe de calificación de riesgo a ser emitido por Ustedes.

A estos efectos, hemos analizado los siguientes documentos (borradores) relativos al Fideicomiso Financiero remitidos por el estructurador de la emisión (en adelante, todos ellos conjuntamente, los “Documentos de la Emisión”):

- 1) Contrato de Fideicomiso denominado “Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central” entre (i) República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante, el “Fiduciario”), (ii) CAF-AM Administradora de Activos – Uruguay S.A. (en adelante, el “Gestor”) y (iii) Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (en adelante, “BEVSA”), en su calidad de Entidad Representante de los futuros suscriptores de Valores como futuros Fideicomitentes y Beneficiarios (en adelante, el “Contrato de Fideicomiso”);
- 2) Contrato de Entidad Registrante entre el Fiduciario del Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central y BEVSA (en adelante, el “Contrato de Entidad Registrante”);
- 3) Contrato de Entidad Representante entre el Fiduciario del Fideicomiso Financiero CAF-AM Ferrocarril Central y BEVSA (en adelante el “Contrato de Entidad Representante”);
- 4) “*Indicative Terms and Conditions for the Project Finance of Ferrocarril Central Puerto de Montevideo – Paso de los Toros*” (en adelante, el “Term Sheet”) el cual establece, entre otros, los principales términos y condiciones del crédito (deuda sénior) a ser otorgado a la sociedad uruguaya Grupo Vía Central S.A. (en adelante, la “Sociedad Contratista”) por parte del Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Andina de Fomento y el Fideicomiso Financiero objeto de este informe.

I. Consideraciones Preliminares.

El presente informe jurídico refiere al análisis de la estructura legal elaborada por las entidades que participan de la emisión, básicamente el Gestor, Fiduciario y el Asesor legal

de la Emisión con el objetivo de servir de análisis en la preparación del informe de calificación de riesgo de la firma CARE Calificadora de Riesgos S.R.L.

Los términos que comiencen en mayúscula y que no se encuentren definidos en la presente tendrán el significado que se les asigna en el Contrato de Fideicomiso analizado.

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

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

II. Resumen sobre la Estructura Jurídica de la Emisión.

De conformidad con lo que se desprende del Contrato de Fideicomiso, la finalidad por la cual se constituye el Fideicomiso Financiero es la de aplicar los fondos que se obtengan por la colocación de los Certificados de Participación en la inversión en Deuda Senior en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central.

En este sentido, el Fideicomiso Financiero objeto de este análisis es una tercera unidad de negocios constituida por el Gestor, que actualmente se encuentra administrando el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM I y II. En líneas sustanciales, advertimos que el presente Fideicomiso Financiero se aparta en cuanto a las estructuras anteriores específicamente en que será aplicado para el otorgamiento de una sola operación de crédito arriba mencionada.

En efecto, a diferencia de lo ocurrido en la estructura del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM I y II, la estructura diseñada bajo el Fideicomiso Financiero objeto del presente apunta a la captación de recursos del mercado a través de Certificado de Participación para ser aplicados exclusivamente a su colocación en el Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central, para la construcción, rehabilitación y el mantenimiento de la infraestructura, vía y desvíos del tramo ferroviario Puerto de Montevideo – Estación Paso de los Toros.

A la luz de lo anterior, será exclusivamente con el flujo que ingrese por el cobro de los créditos emergentes del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central que se repagarán los Certificados de Participación que se emitan.

Por lo tanto, además de la estructura del Fideicomiso propiamente dicha, los principales aspectos del análisis de riesgo de la estructura deberán concentrarse en el momento oportuno de otorgamiento del crédito al financiamiento del Proyecto Ferroviario Central y el rendimiento del proyecto propiamente dicho. En tal sentido, los aspectos que deberán considerarse en dicha instancia se deberán focalizar especialmente en (a) los riesgos de eventuales anulaciones al procedimiento licitatorio bajo el cual resulta adjudicatario la Sociedad Contratista, motivado en reclamos efectuados por terceros oferentes; (b) el alcance del Contrato de Participación Pública-Privada con la Sociedad Contratista que contemple una adecuada distribución de riesgos entre las partes; y (c) una revisión de la constitución y funcionamiento de las garantías a favor de los Acreedores Seniors del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central.

II. Consideraciones sobre la estructura legal del Fideicomiso Financiero.

En relación a los Documentos de la Emisión, reiteramos y ratificamos nuestra opinión ya vertida en el informe relativo al Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM I y reiterado en el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura CAF-AM II, en definitiva que:

1. La estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad de crédito que el Fideicomiso Financiero se propone realizar.
2. El Gestor cuenta a la fecha con experiencia propia en Uruguay, administrando precisamente el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM I y II, con lo cual su rol en materia de inversión en proyectos de infraestructura en Uruguay se encuentra razonablemente verificada por sí misma y se refuerza con la vinculación que el mismo tiene con la CAF y el compromiso de ésta última de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero.
3. Los roles de los participantes y las obligaciones previstas en el Fideicomiso Financiero contienen las previsiones razonablemente esperadas para mitigar los riesgos a que se encuentra sujeta dicha estructura, y reflejan en definitiva el “estado de arte” y práctica jurídica actual en Uruguay para este tipo de instrumentos.

Al respecto advertimos lo siguiente respecto a una eventual co-participación en el financiamiento del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central. Noten que la finalidad exclusiva del Fideicomiso Financiero es realizar una Inversión en Deuda en el Proyecto Ferroviario

Ferrocarril Central (Cláusula Sexta del Contrato de Fideicomiso). Una “*Inversión en Deuda*” implica el otorgamiento de “*Deuda Sénior*”, entendiéndose por tal cualquier endeudamiento de rango igual o superior en privilegio y prelación en el pago del endeudamiento de mayor rango, privilegio y prelación existente, sin subordinación alguna, exceptuando aquellos con mejor prioridad o prelación por disposición legal (Cláusula Primera del Contrato de Fideicomiso).

Por su parte, la Política de Inversión (Anexo I del Contrato de Fideicomiso) establece la Inversión en Deuda deberá cumplir, entre otras, con las siguientes características:

- “*La Inversión en Deuda puede ser bilateral o hacer parte de esquemas de cofinanciamiento, tales como préstamos sindicados, préstamos A/B, participaciones y compra de títulos de deuda*”.
- “*Las condiciones y términos de la Inversión en Deuda deben ser al menos equivalentes en grado y prelación a las condiciones y términos de cualquier otra Deuda Sénior del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central y en todo caso las garantías deberán ser por lo menos de la misma calidad de aquellas otorgadas por otros acreedores sénior del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central objeto de la financiación*”.

En este sentido, destacamos que la estructura del financiamiento propuesta en el Term Sheet supone un co-financiamiento en Deuda Sénior a la Sociedad Contratista por parte de tres entidades distintas: (a) el Banco Interamericano de Desarrollo, (b) la Corporación Andina de Fomento y (c) el Fideicomiso Financiero.

Por tal motivo, adviértase que tanto (i) el contrato de crédito que materialice los términos y condiciones del Term Sheet, así como (ii) el Intercreditor Agreement (documento del financiamiento referido en el Term Sheet) que regule la relación entre los Senior Lenders y (iii) todas las garantías del proyecto, deberán necesariamente respetar el concepto de Deuda Sénior establecido en el Contrato de Fideicomiso.

Además, llamamos la atención que la Inversión en Deuda en “*títulos de deuda*” deberá necesariamente cumplir la normativa legal y regulatoria, principalmente, con el artículo 59 de la Recopilación de Normas de Control de Fondos Previsionales de forma tal que los Certificados de Participación que emita el Fideicomiso Financiero no pierdan su condición de instrumento pasible de ser adquirido por los Fondos de Ahorro Previsional.

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

III. Conclusiones.

En nuestra opinión, es posible arribar a las siguientes conclusiones:

(a) Los Documentos de la Emisión no merecen observaciones desde un punto de vista legal o regulatorio y reflejan en definitiva el “*estado de arte*” y práctica jurídica actual en Uruguay para este tipo de instrumentos financieros;

(b) El Gestor cuenta a la fecha con experiencia propia en Uruguay, administrando precisamente el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM I y II, con lo cual su rol en proyectos de infraestructura en Uruguay se encuentra razonablemente verificada por sí misma y se refuerza con la vinculación que el mismo tiene con la CAF y el compromiso de ésta última de coparticipar en financiamientos objeto del presente Fideicomiso Financiero;

(c) La Política de Inversión para el Fideicomiso Financiero contiene procesos y etapas razonables y acordes al objetivo perseguido por el Fideicomiso. De todas formas, en su ejecución concreta y en el desarrollo y capacidades del Gestor estará el foco de análisis para los riesgos de los inversores, en la medida que el retorno esperado por la inversión en los Certificados de Participación dependerá exclusivamente de la correcta estructuración de las operaciones de otorgamiento de crédito en el marco del Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central;

(d) Los roles de los participantes y las obligaciones previstas en el Fideicomiso Financiero contienen las previsiones razonablemente esperadas para mitigar los riesgos a que se encuentra sujeta dicha estructura, y reflejan en definitiva el “estado de arte” y práctica jurídica actual en Uruguay para este tipo de instrumentos.

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

Adicionalmente, la estructura jurídica de la presente emisión contiene rasgos propios y particulares que la diferencian de los Fideicomisos Financieros de Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM I y II. El hecho de que el riesgo de los inversores se encuentre concentrado exclusivamente en un único proyecto lleva a concluir que los principales aspectos del análisis de riesgo se encuentran ubicados en el propio Proyecto Ferroviario Ferrocarril Central y su financiamiento. Por tal motivo es que sugerimos que CARE emita un informe complementario previo al otorgamiento del crédito en cuestión respecto a la no objeción a la operación de deuda sobre la base de los documentos e información final bajo la cual dicho crédito será otorgado.

En definitiva, corresponderá a cada inversor o potencial inversor valor en su globalidad los riesgos, beneficios y bondades del instrumento financiero que se ofrece invertir (Certificados de Participación) no solo con la información proporcionada en la calificación de riesgo.

Sin otro particular, saludamos a Usted muy atentamente,



Federico Rocca Temesio