

Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I

Fideicomiso Financiero
Informe Nueva Emisión

Índice	pág.
Calificaciones	1
Riesgo Crediticio	4
Modelo, aplicación de metodología e información	4
Análisis de sensibilidad	4
Análisis de los activos	4
Desempeño de los activos	7
Riesgo de contraparte	8
Riesgo de Estructura	10
Riesgo de Mercado	12
Riesgo Legal	12
Limitaciones	12
Descripción de la Estructura	14
Estructura financiera	15
Mejoras crediticias	15
Aplicación de fondos	15
Antecedentes	15
Anexo A: Dictamen de calificación	16

Calificaciones

Clase	Monto por VN	Vencimiento final	Calificación	Mejora crediticia	Perspectiva
CP	UI 2.800.000.000	Oct/2046	BBBsf(uy)	0,00%	Estable
Total	UI 2.800.000.000				

CP: Certificados de Participación.

Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Fecha de suscripción: 25.10.2016

Fecha de la primera emisión: 07.12.2016

Resumen de la transacción

República Administradora de Fondos de Inversión S.A. ("RAFISA" o el "fiduciario"), actuando como fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I (el "fideicomiso" o "CAF I"), ofreció los CP para suscripción, los que serán emitidos e integrados en forma diferida. El producido de la colocación será invertido en una cartera de deuda senior (de mayor preferencia) de proyectos de infraestructura en Uruguay.

El período de inversión será de 60 meses desde la suscripción de los CP. CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. ("CAFAMU" o "gestor") tendrá a su cargo la gestión del fideicomiso y la recomendación de potenciales inversiones de acuerdo a los parámetros establecidos en la política de inversión. Las inversiones podrán ser mediante el otorgamiento de deuda senior o por la adquisición de deuda senior de un proyecto. La integración de los CP se hará en forma diferida durante el periodo de inversión y de acuerdo al cronograma de desembolsos de las inversiones aprobadas. Los flujos netos provenientes del repago y/o liquidación de las inversiones serán distribuidos a los CP.

Factores relevantes de la calificación

Calificación de los CP: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) –"FIX" o la "calificadora"– confirmó la calificación 'BBBsf(uy)' con perspectiva Estable a los CP del fideicomiso CAF I. La calificación aplica a la devolución del capital integrado a la fecha de vencimiento legal de los valores fiduciarios. La calificadora evaluará cada uno de los proyectos a ser incorporados, no pudiendo ser la calificación promedio ponderada de las inversiones de deuda menor a 'BBB-sf(uy)' a fin de mantener la calificación de los CP. Conjuntamente, se evaluará si la cartera posee exposición a un determinado proyecto y que el mismo pueda afectar materialmente el flujo disponible para los CP. La calificación no aplica al rendimiento que pudieran tener los CP. Los CP no son deuda del fideicomiso; dan derecho de participación en los flujos y al remanente del mismo.

Descalce de monedas y de base de cálculo: se observa un descalce de monedas ya que los CP están denominados en UI mientras que las integraciones se harán en pesos ("\$\$") o dólares estadounidenses ("dólares" o "USD"), de acuerdo a la moneda de las inversiones de deuda, utilizando la cotización de la UI ó del dólar, según corresponda a fin de contabilizarlas. Si bien no hay límites en cuanto al porcentaje de la inversión en dólares, FIX estima que el mismo será bajo producto de la mayor utilización de la UI como moneda a largo plazo. Asimismo, el fideicomiso está expuesto al riesgo de base de cálculo para las UI ("*basis risk*") por la utilización de la misma en fechas distintas para el activo y el pasivo. Dados los pagos trimestrales, este

Informe relacionado

Corporación Andina de Fomento (CAF),
marzo 14, 2016

Disponible en www.fitchratings.com

Analistas

Analista Principal

Mauro Chiarini
Director Senior
+54 11 5235-8140
mauro.chiarini@fixscr.com

Analista Secundario

Gustavo Ávila
Director
+54 11 5235-8142
gustavo.avila@fixscr.com

descalce puede ser de hasta 3 meses; sin embargo, se estima que no será significativo producto de los niveles de inflación de Uruguay y la posibilidad de hacer inversiones temporales en UI. FIX monitoreará los descalces mencionados conjuntamente con el rendimiento de la cartera a fin de evaluar su efecto sobre los flujos esperados de los activos.

Compromiso de calificación mínima: los CP no podrán perder su condición de instrumento pasible de ser adquirido por las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) como consecuencia de la inversión en deuda senior de un proyecto. El proceso de análisis y aprobación de una inversión se considera adecuada. El fideicomiso invertirá en deuda senior pudiendo existir otros cofinanciadores, entre ellos la CAF, pero nunca con mayor preferencia; sin embargo, esta prelación podría darse por distintos plazos de repago de las financiaciones otorgadas a cada proyecto. La calificadora considerará este riesgo, al igual que los otros riesgos propios del proyecto, al momento de analizar la calidad crediticia de las inversiones.

Cartera estática a constituirse: no hay una cartera de proyectos determinada al momento de la suscripción. La concentración por proyecto y por sector, riesgos y mitigantes, participantes, promotores y contrapartes, términos y condiciones de la deuda senior y su calidad crediticia -tanto en forma individual como consolidada de la cartera de proyectos- evolucionará a medida que se vayan realizando las inversiones. El período de inversión es de 5 años desde la suscripción de los CP. La cartera será estática ya que los flujos de fondos provenientes de las inversiones se distribuirán a los CP sin posibilidad de reinversión en nuevos proyectos.

Concentración por proyecto: el fideicomiso podrá invertir en un mínimo de 4 proyectos y un máximo de 20, para el caso que se invierta más del 90% del fondo. Esto es el resultado de que el monto máximo de un proyecto individual puede ser hasta 30% del monto de emisión; el mínimo es del 5%. Asimismo, existen límites por promotor, a excepción de empresas del Estado Uruguayo, y por monto que no haya sido cofinanciado. Sin embargo, durante la vida del fideicomiso el mismo podrá estar expuesto a un solo proyecto debido a que las concentraciones son medidas respecto del monto de emisión y no en forma periódica. Los límites podrán ser modificados por una mayoría cualificada del 75% de los titulares de los CP.

Amplia experiencia, conocimiento, capacidad de análisis, originación y administración de la cartera: el gestor del fideicomiso será CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. una empresa uruguaya propiedad de CAF Asset Management Corp. ("CAF-AM"). CAF-AM es una constituida en Panamá, subsidiaria de la Corporación Andina de Fomento ("CAF"). CAF se encuentra calificada en escala internacional por Fitch como emisor en 'AA-/Estable' y 'F1+' para el largo y corto plazo, respectivamente.

El gestor percibirá una comisión fija durante el período de inversión (ver detalle en riesgo de contraparte – Gestor). Finalizado éste, un 0,75% anual del valor agregado de las inversiones de deuda vigentes y se paga por trimestre adelantado. FIX entiende que, si bien una comisión fija durante el período de inversión atentaría, en principio, con el incentivo del gestor a conseguir nuevos proyectos, es positivo porque no motiva el ingreso rápido de proyectos, beneficiando la calidad de los mismos. Asimismo, se debe considerar que la comisión está dentro de los parámetros internacionales sumada a la vinculación y reputación de la CAF como organizador del fideicomiso.

Participación de la CAF y control de conflicto de intereses: CAF aprobó una facilidad de cofinanciamiento por hasta el menor entre: i) el equivalente a USD 50 millones; y ii) el 10% del total de Inversiones en Deuda realizadas por el Fideicomiso. Podrá participar cofinanciando con el Fideicomiso en los mismos términos y condiciones, y por un monto mínimo del 10% de la inversión siendo evaluada. Cualquier otra propuesta alternativa presentada por CAF deberá ser aprobada por el Comité de Vigilancia. Las decisiones de inversión del fideicomiso y de la

Criterio relacionado

Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Estructuradas registrado ante el Banco Central del Uruguay

participación de la CAF son autónomas e independientes entre sí. El conflicto de intereses se encuentra adecuadamente mitigado. Asimismo, se debe tener en cuenta que la inversión del fideicomiso será en deuda senior, por lo que la CAF, en caso de participar, y ningún otro acreedor podrán tener mayor preferencia en el financiamiento del proyecto.

Estructura de paso (“pass through”) y totalmente secuencial (“turbo”): de existir fondos netos distribuibles, la cobranza de la cartera y el rendimiento de las inversiones temporarias, neta de los gastos, tributos y del saldo mínimo de caja, se distribuirá trimestralmente a los tenedores de los CP.

Diferencial de tasas (“spread”): el fideicomiso se beneficiaría por tener un diferencial de tasa, neto de gastos e impuestos, positivo. Este flujo de fondos adicional serviría para cubrir cualquier incumplimiento de los proyectos en los que se invierta y los descalces de moneda y *basis risk* mencionados anteriormente. Sin embargo, dado que la cartera del fideicomiso debe constituirse durante el periodo de inversión, no es posible determinar el mismo ni cuantos incumplimientos podría cubrir.

Exención impositiva: el fideicomiso se encuentra exento del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (“IRAE”), Impuesto al Patrimonio e Impuesto al Valor Agregado (“IVA”).

Sensibilidad de la calificación

Durante el período de inversión: la calificación de los CP podrá subir o bajar a medida que se vayan realizando las inversiones en los proyectos de infraestructura como consecuencia de la concentración por proyecto y por sector, riesgos y mitigantes, participantes, promotores y contrapartes, términos y condiciones de la deuda senior y su calidad crediticia, tanto en forma individual como la del promedio ponderado de la cartera. Asimismo, los CP pueden verse afectados en caso que no se realicen las inversiones en los proyectos y/o que un inversor incumpla con la obligación de integración de fondos.

Finalizado el período de inversión: la calificación de los CP podrá variar dependiendo de la calidad crediticia promedio ponderada de la cartera de créditos, concentración por deudor y por sector, plazo promedio de la cartera, descalce de monedas y de base de cálculo y rendimiento de la cartera y su efecto sobre la capacidad de la cartera de soportar pérdidas sin afectar la devolución del capital integrado de los CP. La renuncia del gestor o deterioro de sus capacidades operativas o modificaciones a los documentos por parte de los titulares de los CP, también pueden afectar la calificación.

Tabla #1
Resumen de la transacción

Fideicomiso Financiero:	Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I
Fiduciario:	República Administrador de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)
Gestor:	CAF-AM Administradora de activos – Uruguay S.A. (CAFAMU)
Organizador:	Corporación Andina de Fomento (CAF); Calificación: ‘AA-/Estable/F1+’ por Fitch Ratings
Entidad Registrante y Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
Titulos e emitirse	Certificados de Participación
Moneda de emisión:	Unidades Indexadas (UI)
Monto de la emisión	UI 2.800.000.000
Moneda de integración:	Pesos o dólares estadounidenses
Objetivo de inversión:	Portafolio de deuda senior, tanto otorgada como adquirida, de proyectos de infraestructura en Uruguay. Es una cartera estática: no habrá reinversión de los fondos generados.
Periodo de inversión:	60 meses desde la suscripción de los CP
Plazo de fideicomiso:	30 años, prorrogable por la Asamblea de Titulares
Distribuciones a los CP:	Trimestralmente. El monto dependerá de los Fondos Netos Distribuibles disponibles.
Cotización:	Bolsa de Valores de Montevideo S.A. y/o BEVSA
Ley aplicable:	República Oriental del Uruguay

Fuente: Documentos de la emisión

Evaluación

Riesgo Crediticio

Modelo, aplicación de metodología e información: el análisis de la emisión se realizó bajo el Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Estructuradas registrado ante el Banco Central del Uruguay (disponible en www.bcu.gub.uy).

El análisis se efectuó teniendo en cuenta la amplia experiencia, conocimiento, capacidad de análisis, originación y administración de proyectos de infraestructura por parte de la CAF. El caso del fideicomiso, estos procesos los realizará la subsidiaria de CAF-AM en Uruguay, CAFAMU, que actuará como gestor del mismo. CAF se encuentra calificada en escala internacional por Fitch como emisor en 'AA-/Estable' y 'F1+' para el largo y corto plazo, respectivamente (el informe puede ser consultado en www.fitchratings.com).

Dado que no hay una cartera de proyectos determinada al momento de la suscripción, se han evaluado los procesos de selección, análisis y aprobación de las decisiones de inversión en los proyectos de infraestructura y su posible efecto sobre la calificación de los CP. Asimismo, se ha considerado la potencial participación de la CAF en las financiaciones, control de conflicto de intereses y esquema de comisiones. Se han considerado los proyectos financiados por la CAF en Uruguay como a nivel global, sectores y su cumplimiento. La información fue provista por la CAF o que se encuentra disponible en su página web (www.caf.com). Adicionalmente, se han utilizado otras fuentes de información pública que la calificadora considera relevantes para el análisis.

Análisis de sensibilidad: las principales variables a considerar son la concentración por proyecto y por sector, riesgos y mitigantes, participantes, promotores y contrapartes, términos y condiciones de la deuda senior y su calidad crediticia, tanto en forma individual como consolidada de la cartera de proyectos.

Considerando el período de inversión de 5 años desde la suscripción de los CP, la calificación de los CP podrá subir o bajar a medida que se vayan realizando las inversiones en los proyectos de infraestructura y constituyendo la cartera. Se debe recordar, que dentro del proceso de inversión existe la condición que los CP no podrán perder su condición de instrumento pasible de ser adquirido por las AFAP como consecuencia de la inversión en deuda senior de un proyecto. Asimismo, durante este período, los CP pueden verse afectadas en caso que no se realicen las inversiones en los proyectos y/o que un inversor incumpla en su obligación de integración de fondos.

Finalizado el período de inversión, la calificación de los CP podrá variar dependiendo de la calidad crediticia promedio ponderada de la cartera de créditos, concentración por deudor y por sector, plazo promedio de la cartera, descalce de monedas y de base de cálculo y rendimiento de la cartera y su efecto sobre la capacidad de la cartera de soportar pérdidas sin afectar la devolución del capital integrado de los CP.

Por último, la renuncia del gestor o deterioro de sus capacidades operativas o modificaciones a los documentos por parte de los titulares de los CP, también pueden afectar la calificación.

Análisis de los activos: El fideicomiso invertirá en deuda senior pudiendo existir otros cofinancadores, entre ellos la CAF, pero nunca con mayor preferencia; sin embargo, a excepción de la CAF, esta prelación podría darse por distintos plazos de repago de las financiaciones otorgadas a cada proyecto. La calificadora considerará este riesgo, al igual que los otros riesgos propios del proyecto, al momento de analizar la calidad crediticia de las inversiones.

La cartera será estática ya que los flujos de fondos provenientes de las inversiones se distribuirán a los CP sin posibilidad de reinversión en nuevos proyectos.

El fideicomiso podrá invertir en un mínimo de 4 proyectos y un máximo de 20, para el caso que se invierta más del 90% del fondo. Esto es el resultado de que el monto máximo de un proyecto individual puede ser hasta 30% del monto de emisión; el mínimo es del 5%. Asimismo, límite máximo con un mismo por promotor es del 40% del importe de la emisión, a excepción de empresas del Estado Uruguayo, y por monto que no haya sido cofinanciado no puede superar el 40%. Sin embargo, durante la vida del fideicomiso el mismo podrá estar expuesto a un solo proyecto debido a que las concentraciones son medidas respecto del monto de emisión y no en forma periódica. Los límites podrán ser modificados por una mayoría cualificada del 75% de los titulares de los CP.

Las inversiones en deuda que realice el fideicomiso, deberán cumplir con las siguientes características y condiciones, entre otras:

- i) Solo podrá realizarse una inversión en deuda cuando como consecuencia de dicha inversión los CP no pierdan su condición de instrumento pasible de ser adquirido por las AFAP.
- ii) Plazo estimado entre 10 y 29 años, ajustado al flujo de caja del proyecto y con vencimiento al menos un año antes a la finalización de la concesión del mismo;
- iii) Denominada en UI o USD;
- iv) La deuda otorgada o adquirida pueden ser bilaterales o con esquemas de cofinanciamiento. Los términos y condiciones de la deuda deben ser al menos equivalente a los términos y condiciones de cualquier otra deuda senior del proyecto y las garantías deberán ser por lo menos de la misma calidad de aquellas otorgadas por otros acreedores seniors del proyecto financiado. Deberán existir, sujeto a materialidades y acordes con la práctica de mercado, cláusulas de: a) incumplimiento cruzado ("cross default") que faculten al fideicomiso para acelerar la deuda en caso de presentarse un incumplimiento de otro endeudamiento; b) limitaciones y condiciones a la distribución de dividendos y otros pagos restringidos; y c) restricciones a la disposición de acciones o partes de interés social por parte de aquellos accionistas que el gestor, según su leal saber y entender, considere son importantes para el deudor y/o el proyecto; y d) la documentación deberá incluir las demás obligaciones que el gestor determine como pertinentes para cada financiamiento en particular.
- v) Tanto la deuda otorgada como la adquirida estarán sujetas a los mismos procedimientos y criterios de evaluación, análisis y aprobación;
- vi) La tasa para inversiones en UI será con base en UI más un spread y en el caso de las inversiones en USD, serán a tasa variable o fija. Deberán ser similares a las tasas de mercado para riesgo similares al momento de la aprobación de la inversión; y
- vii) El gestor deberá tener derecho a hacerle seguimiento detallado al proyecto y al menos en los mismos términos pactados a favor de otros acreedores del proyecto, si los hubiese. El gestor buscará que dicho derecho de inspección incluya pero sin limitarse, a los siguientes: a) hacer inspecciones a la contabilidad y las obras; b) hacer entrevistas con el auditor del deudor, quien deberá tener orden de compartir con el gestor toda la información del deudor y del proyecto en cuestión; c) tener entrevistas con los asesores externos del deudor (contratistas, interventor, expertos ambientales, etc.), quienes deberán tener la orden de compartir con el gestor toda la información del deudor y del proyecto.

La CAF aprobó una facilidad de cofinanciamiento por hasta el menor entre: i) el equivalente a USD 50 millones; y ii) el 10% del total de Inversiones en Deuda realizadas por el Fideicomiso. Esta participación estará sujeta a los procesos administrativos y de aprobación internos de la CAF. La decisión del fideicomiso de aprobar o no la realización de una inversión y la decisión de CAF de participar o no en el riesgo de un proyecto determinado, son autónomas e independientes entre sí (ver “Riesgo de Estructura”).

En caso que un proyecto se encuentre en incumplimiento, el fideicomiso suspenderá los desembolsos pendientes a dicho proyecto, salvo que el comité de vigilancia haya aprobado seguir con los desembolsos y de acuerdo a lo solicitado por el gestor.

El Poder Ejecutivo, ha definido un portafolio de proyectos para el quinquenio 2015-2019 con el objetivo de incrementar la inversión en infraestructura con el objetivo de mejorar la productividad y lograr avances en la equidad social. La instrumentación de los mismos sería bajo el esquema de Participación Público Privada (PPP) amparado por la Ley 18.786 y decretos reglamentarios. El monto proyectado por sector es el siguiente:

Tabla #2 Portafolio de Proyectos Período 2015-2019	Monto USD millones	%
Energía	4.230	34,2%
Vialidad	2.360	19,1%
Infraestructura Social	1.870	15,1%
Vivienda	1.320	10,7%
Comunicaciones	750	6,1%
Agua y Saneamiento	550	4,4%
Puertos	550	4,4%
Ferrovial	360	2,9%
Otros	380	3,1%
Total	12.370	100,0%

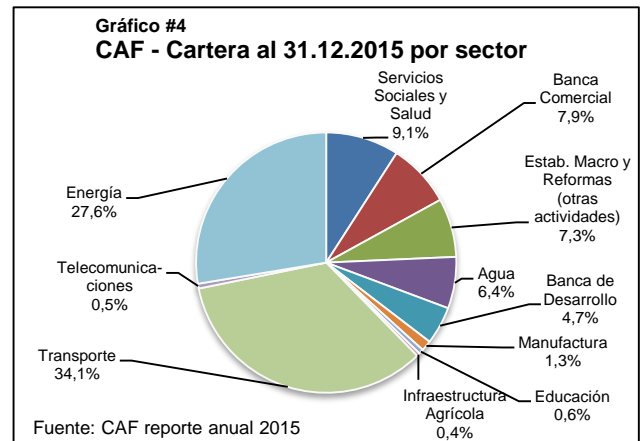
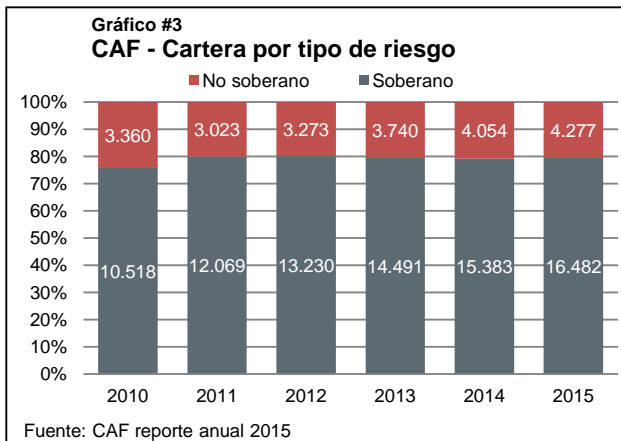
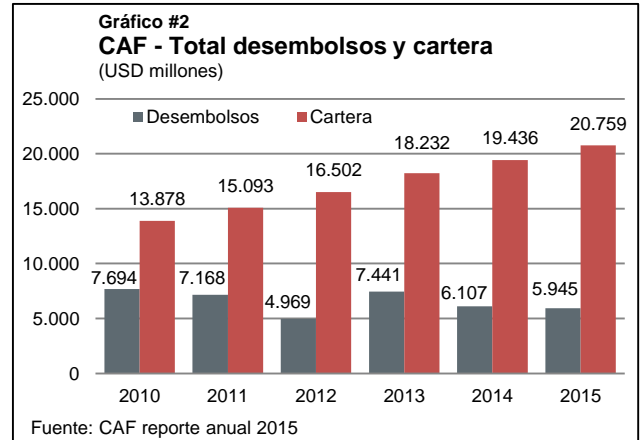
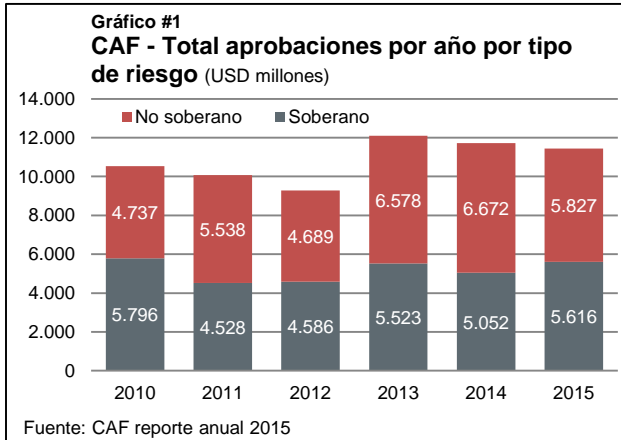
Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) - Unidad de Participación Público- Privada

La existencia de este portafolio y que el Gobierno Uruguayo considere una política de estado la inversión en proyectos de infraestructura sitúa al fideicomiso en una posición favorable para financiarlos. Considerando el monto del portafolio, el fideicomiso podría financiar el 2,4% del mismo. Sin embargo, como ya hemos mencionado, la inversión por parte del fideicomiso en los proyectos dependerá de la experiencia, conocimiento, capacidad de análisis, originación y administración de la cartera de la CAF a través de CAF-AM y su subsidiaria en Uruguay CAFAMU, gestor del fideicomiso.

Por último, el seguimiento de las inversiones se hará dos veces al año. A junio y diciembre, se harán evaluaciones para determinar la evolución de cada Inversión en Deuda. Las evaluaciones se realizarán, una internamente por el Comité de Calificación de Cartera, compuesto por dos miembros designados por el Gestor y un miembro independiente nombrado por CAF; y otra externa por una sociedad calificador de riesgos u otra firma reconocida por el regulador.

Desempeño de los activos: Se consideró la calidad de los activos de la CAF a fin de evaluar la capacidad originar créditos de calidad. Al respecto, el informe de calificación de Fitch indica que la calidad de los activos es una de las fortalezas relevantes para la calificación de la CAF.

Los indicadores de calidad de los préstamos se han mantenido fuertes a pesar de la volatilidad económica en algunos países en los que opera. Desde su creación, no ha tenido préstamos castigados en su cartera de financiaciones al sector público. Asimismo, ha informado insignificantes niveles de préstamos vencidos en sus financiaciones al sector privado desde el



2006. Sin embargo, la concentración de los préstamos es una de las limitantes de la calificación de la CAF, aunque se destaca una tendencia decreciente del nivel de concentración.

De acuerdo al reporte anual de la CAF al 31.12.2015, en 2015 se aprobaron financiaci3nes por un total de USD 12.255 millones de los cuales USD 588 millones (4,8%) corresponden a Uruguay. El 49,1% del total de aprobaciones est3 vinculado al riesgo soberano. Si bien se observa que las aprobaciones relacionadas al riesgo soberano se sitúan en un promedio del 47,7% en los últimos 5 años y con una tendencia decreciente; el 79,4% de la cartera al 31.12.2015 est3 vinculado a este riesgo. En el caso de Uruguay, estas cifras son superiores ya que el 86,7% de las aprobaciones y el 84,0% de la cartera est3n vinculadas al riesgo soberano.

Los desembolsos, tanto para la cartera total como para la cartera de Uruguay, son algo volátiles y dependen de la concreci3n de los proyectos. La cartera creci3 en el quinquenio 2011-2015, al 31.12.2015, la cartera total totalizaba un USD 20.759 millones con una tasa de crecimiento anual compuesto para el per3odo de mencionada del 6,6% por ańo. En el caso de Uruguay, la cartera es de USD 655 millones, un 3,2% de la cartera total, y desde el 2011 muestra una tendencia creciente en los últimos años ya que en 2011, la misma era de USS 352 millones (2,5% de la cartera total); lo mencionado implica una tasa de crecimiento anual compuesto de

Tabla #3
Calidad Cartera de la CAF

Concepto	2011	2012	2013	2014	2015
Préstamos en mora	0	0	0	0	0
Préstamos que no devengan intereses	8,2	7,9	0	16,5	0,0
Préstamos en mora / Cartera	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Préstamos que no devengan intereses / Cartera	0,05%	0,05%	0,00%	0,09%	0,00%

Fuente: CAF Reporte Anual 2015

(13,2%). Sin embargo, considerando el plan inversión del Gobierno Uruguayo para infraestructura, se estima que la cartera de Uruguay aumentará su participación.

En la distribución por sector, la cartera total de la CAF se encuentra focalizada en la inversión en infraestructura que representa un 62,3% de la cartera al 31.12.2015 (gráfico #4). El transporte suma un 34,1% mientras que la energía un 27,6%. En cuanto a los desembolsos en Uruguay para el quinquenio 2011-2015, se observa una mayor concentración por sectores; lo cual es razonable considerando las necesidades de proyectos específicos. Considerando el portafolio de proyectos (tabla #2), se espera que el sector de transporte y energía, continúen siendo los principales representando una mayor participación.

Riesgo de contraparte: el fideicomiso presenta múltiples contrapartes, a continuación, se detallan las mismas:

Gestor: CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. se desempeña como gestor del fideicomiso. Dentro de sus funciones y responsabilidades tendrá las de: i) designar los miembros del Comité de Crédito del Gestor; ii) identificar de potenciales inversiones de acuerdo a los parámetros establecidos en la política de inversión; iii) recomendar los términos y condiciones de las inversiones de deuda que se realicen; iv) estimar y preparar flujos de fondos respecto de los requerimientos de integración, gastos y distribuciones de fondos; v) monitorear y controlar las inversiones de deuda; y vi) la defensa y conservación del patrimonio fideicomitado.

El gestor percibirá una comisión pagadera por trimestre adelantado, Durante el período de inversión la misma será fija de acuerdo al siguiente esquema: i) desde el trimestre siguiente a que existan compromisos irrevocables de inversión y hasta el cuarto trimestre desde la emisión, inclusive, la comisión será el 0,75% anual del valor agregado de estos compromisos de inversión; ii) a partir del quinto trimestre desde la emisión y hasta que haya compromisos irrevocables de inversión por el 33,3% de la emisión, USD 375.000 trimestrales; y iii) luego el 0,75% anual del importe de la emisión. Finalizado el período de inversión, un 0,75% anual del valor agregado de las inversiones de deuda vigentes y se paga por trimestre adelantado. En el caso que en el futuro se formen Fondos similares la comisión podrá bajar hasta un mínimo de 0,50%. FIX entiende que, si bien una comisión fija durante el período de inversión atentaría, en principio, con el incentivo del gestor a conseguir nuevos proyectos, es positivo porque no motiva el ingreso rápido de proyectos, beneficiando la calidad de los mismos. Asimismo, se debe considerar que la comisión está dentro de los parámetros internacionales sumada a la vinculación y reputación de la CAF como organizador del fideicomiso.

Dependiendo del monto invertido y la duración de las financiaciones, la comisión promedio anual durante toda la vida del fideicomiso puede representar un mínimo de 0,71% de los activos, 100% invertido y un plazo con financiaciones a 25 años, a un máximo de 1,07% para el caso en que se invierta solo el 33,2% y las financiaciones sean a 10 años. Considerando la cartera de proyectos existente a ser financiados, FIX estima como más probable el escenario donde el fondo es totalmente invertido durante el período de inversión. Sin embargo, existe un escenario en donde el fideicomiso no logre ninguna inversión en deuda, en cuyo caso se habrán devengado la comisión del gestor y los gastos de emisión. Los documentos de la emisión no determinan como se actuará en este caso.

El gestor podrá renunciar o ser removido por las causales contempladas en el contrato de gestión, debiéndose designar a un gestor sustituto.

Fiduciario: República Administradora de Fondos de Inversión S.A. actúa como fiduciario. Dentro de sus obligaciones se encuentran: i) administrar el patrimonio fideicomitado de acuerdo a lo estipulado en el contrato de fideicomiso; ii) otorgar poderes, celebrar los contratos, convenios y demás actos requeridos para el objetivo del fideicomiso; iii) abstenerse de gravar

los bienes fideicomitidos o tomar cualquier tipo de endeudamiento a nombre del fideicomiso; iv) controlar el cumplimiento por parte del gestor de sus obligaciones para con el fideicomiso; y v) abrir y administrar las cuentas fiduciarias.

De ser aprobada una inversión en deuda, el fiduciario, de acuerdo a las recomendaciones del gestor, suscribirá los documentos necesarios para la implementación y estructuración de la respectiva transacción. El fiduciario será responsable de establecer mecanismos seguros de custodia de todos los documentos originales que respaldan las inversiones en deuda y sus garantías.

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

RAFISA es una subsidiaria del Banco de la República Oriental Uruguay ("BROU").

Integración: Los inversores suscribirán los CP a la par siendo la integración de los mismos en forma diferida. Las solicitudes de integración serán efectuadas por el fiduciario. A fin de cubrir el riesgo de las futuras integraciones, los inversores deberán presentar una garantía bancaria a primera demanda emitida por un banco de plaza a satisfacción del fiduciario, por el monto suscrito y con los términos y condiciones estipulados en los documentos de la operación. Están exceptuados de éste requisito las AFAP; el Banco de Seguros del Estado ("BSE"); cajas de jubilaciones y pensiones paraestatales y las empresas aseguradoras privadas locales o instituciones de intermediación financiera con un calificación de riesgo crediticio superior a 'AA-' en escala nacional.

En caso de mora en la integración de los CP una vez requerida, se devengarán intereses moratorios a una tasa efectiva anual en UI del 10% desde la fecha de mora hasta la efectiva integración más una multa del 10% sobre el monto no integrado. El fiduciario está facultado para la ejecución de la garantía bancaria, de existir, o para iniciar acciones judiciales contra el inversor que incumplió. Asimismo, se dará opción a los otros inversores que realicen la integración.

Las AFAP no incurrirán en mora en las integraciones en caso que los CP perdieran su condición de instrumentos pasibles de inversión por parte de las AFAP y que dichas razones no sean imputables a ellos.

Proyectos: no hay una cartera de proyectos determinada al momento de la suscripción. La concentración por proyecto y por sector, riesgos y mitigantes, participantes, promotores y contrapartes, términos y condiciones de la deuda senior y su calidad crediticia -tanto en forma individual como consolidada de la cartera de proyectos- evolucionará a medida que se vayan realizando las inversiones.

El fideicomiso podrá invertir en un mínimo de 4 proyectos y un máximo de 20, para el caso que se invierta más del 90% del fondo. Esto es el resultado de que el monto máximo de un proyecto individual puede ser hasta 30% del monto de emisión; el mínimo es del 5%. Asimismo, existen límites por promotor, a excepción de empresas del Estado Uruguayo, y por monto que no haya sido cofinanciado. Sin embargo, durante la vida del fideicomiso el mismo podrá estar expuesto a un solo proyecto debido a que las concentraciones son medidas respecto del monto de emisión y no en forma periódica. Los límites podrán ser modificados por una mayoría calificada del 75% de los titulares de los CP.

Tabla #4
Organos del Fideicomiso

Concepto	Comité de crédito	Comité de calificación de cartera	Comité de vigilancia	Comité de Evaluación de Inversiones
Dependiente del:	Gestor	Gestor	Fiduciario	Fiduciario
Objetivo / Funciones:	<ul style="list-style-type: none"> Responsable del análisis de las inversiones en deuda u de los emisores de las mismas. - Recomendar o rechazar las posibles inversiones en deuda que hayan sido puestas en consideración por el gestor. - Definir cupos de inversión. - Definir políticas de adquisición y liquidación de inversiones en deuda. - Seguimiento de las inversiones. 	<ul style="list-style-type: none"> - Encargado de realizar la evaluación interna de las inversiones en deuda. 	<ul style="list-style-type: none"> Veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones del fiduciario y gestor. - Aprobar inversiones en donde la CAF no participe. - Aprobar inversiones en donde la CAF participe, pero el gestor no considera la inversión. Aprobar continuar las inversiones en proyectos en incumplimiento y con el acuerdo del gestor 	<ul style="list-style-type: none"> Encargado de realizar el análisis de las Inversiones en Deuda recomendadas por el Gestor y tomar las decisiones que al respecto han sido asignadas al Fiduciario por el Contrato de Fideicomiso.
Miembros:	5	3	5	No determinado
Elección:	Elegidos por el gestor	2 miembros elegidos por el gestor y 1 miembro independiente nombrado por la CAF	Asamblea de titulares, por mayoría absoluta (+50% de la emisión)	Elegidos por el fiduciario
Duración de los cargos:	A elección del gestor	No definido	1 año, reelegibles	No definido
Remuneración:	A cargo del gestor	A cargo del gestor	A discreción de la Asamblea de Titulares. Los gastos son por cuenta del Fideicomiso.	No definido
Reunión:	A solicitud del gestor	A junio y diciembre de cada año.	A solicitud de cualquiera de sus integrantes.	A necesidad
Toma de decisiones:	Mayoría simple	No definido	Mayoría simple.	No definifo

Fuente: Documentos de la emisión

En caso que un proyecto se encuentre en incumplimiento, el fideicomiso suspenderá los desembolsos pendientes a dicho proyecto, salvo que el comité de vigilancia haya aprobado seguir con los desembolsos y de acuerdo a lo solicitado por el gestor.

CAF: La CAF podrá financiar un máximo del 10% del total de inversiones en deuda realizadas por el fideicomiso. Esta participación estará sujeta a los procesos administrativos y de aprobación internos de la CAF. A tal efecto, la CAF aprobó un a facilidad de cofinanciamiento por hasta el menor entre: i) USD 50 millones o su equivalente en moneda local; ó ii) el 10% del total de inversiones en deuda realizadas por el fideicomiso. Considerando la calificación de la CAF, la misma no agrega riesgos al fideicomiso. Por otra parte, el conflicto de intereses se encuentra adecuadamente mitigado.

Riesgo de Estructura

El proceso de análisis y aprobación de una inversión se considera adecuada. El fideicomiso invertirá en deuda senior pudiendo existir otros cofinanciadore, entre ellos la CAF, pero nunca con mayor preferencia; sin embargo, esta prelación, a excepción de la CAF, podría darse por distintos plazos de repago de las financiaciones otorgadas a cada proyecto. La calificadora considerará este riesgo, al igual que los otros riesgos propios del proyecto, al momento de analizar la calidad crediticia de las inversiones.

El fideicomiso cuenta con los órganos de toma de decisiones y control detallados en la tabla #4. Como se puede observar, los miembros del comité de créditos y de calificación de cartera son designados por el gestor y el de calificación de cartera estará compuesto por dos miembros designados por el gestor y un miembro independiente nombrado por CAF. El balance lo realiza el comité de vigilancia, que es independiente del gestor y sus miembros reportan a los inversores.

El proceso de análisis y aprobación se inicia con el gestor identificando una operación. Pondrá la información pertinente a disposición de la CAF para que ésta decida, bajos sus parámetros, si participa o no del análisis.

El gestor estudiará el proyecto de inversión, los términos y condiciones del financiamiento, validará las proyecciones y realizará la debida diligencia. Finalizado este proceso el gestor evaluará si la inversión es atractiva o no para el fideicomiso, recomendará al fiduciario la inversión o no y las condiciones del otorgamiento de deuda o de la adquisición de la misma. La decisión del fideicomiso de aprobar o no la realización de una inversión y la decisión de CAF de participar o no en el riesgo de un proyecto determinado, son autónomas e independientes entre sí. En el Dibujo#1 se puede ver el árbol de decisiones y los órganos intervinientes.

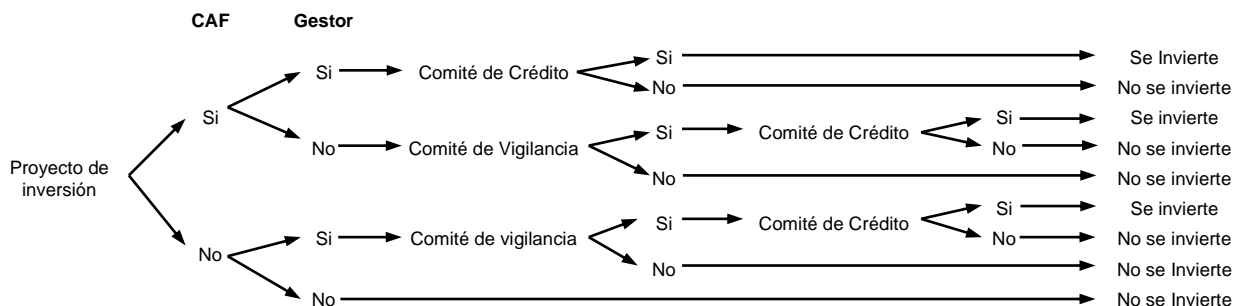
El fideicomiso podrá invertir en un mínimo de 4 proyectos y un máximo de 20, para el caso que se invierta más del 90% del fondo. Esto es el resultado de que el monto máximo de un proyecto individual puede ser hasta 30% del monto de emisión; el mínimo es del 5%. Asimismo, existen límites por -, a excepción de empresas del Estado Uruguayo, y por monto que no haya sido cofinanciado. Sin embargo, durante la vida del fideicomiso el mismo podrá estar expuesto a un solo proyecto debido a que las concentraciones son medidas respecto del monto de emisión y no en forma periódica. Los límites podrán ser modificados por una mayoría cualificada del 75% de los titulares de los CP.

Se observa un descalce de monedas ya que los CP están denominados en UI mientras que las integraciones se harán en pesos o dólares, de acuerdo a la moneda de las inversiones de deuda, utilizando la cotización de la UI ó del dólar, según corresponda a fin de contabilizarlas. Si bien no se indica cómo se registrarán las distribuciones de fondos, es razonable entender que seguirán el mismo criterio que las integraciones. Si bien no hay límites en cuanto al porcentaje de la inversión en dólares, FIX estima que el mismo será bajo producto de la mayor utilización de la UI como moneda a largo plazo.

Asimismo, el fideicomiso está expuesto al riesgo de base de cálculo para las UI por la utilización de la misma en fechas distintas para el activo y el pasivo. Dados los pagos trimestrales, este descalce puede ser de hasta 3 meses; sin embargo, se estima que no será significativo producto de los niveles de inflación de Uruguay y la posibilidad de hacer inversiones temporales en UI.

El fideicomiso se beneficiaría por tener un diferencial de tasa, neto de gastos e impuestos, positivo. Este flujo de fondos adicional serviría para cubrir cualquier incumplimiento de los proyectos en los que se invierta y los descalces de moneda y basis risk mencionados anteriormente. Sin embargo, dado que la cartera del fideicomiso debe constituirse durante el periodo de inversión, no es posible determinar el mismo ni cuantos incumplimientos podría

Dibujo #1
Esquema de Toma de Decisiones



Fuente: Documentos de la emisión

cubrir. Se debe destacar, que el fideicomiso está exento del IRAE, Impuesto al Patrimonio e IVA.

En cuanto a los términos y condiciones de los CP, se debe destacar que los mismos no son deuda del fideicomiso; dan derecho de participación en los flujos y al remanente del mismo. De existir fondos netos distribuibles, la cobranza de la cartera y el rendimiento de las inversiones temporarias, neta de los gastos, tributos y del saldo mínimo de caja, se distribuirá trimestralmente a prorrata a los tenedores de los CP. El vencimiento legal del fideicomiso y de los CP es en julio de 2046, pudiendo ser prorrogable por Asamblea de Tenedores.

Por último, se debe recordar que el gestor sólo podrá promover y/o administrar otro fideicomiso o vehículo en la República Oriental del Uruguay con características similares al fideicomiso, que tenga por objeto invertir en deuda senior de proyectos de infraestructura, cuando haya ocurrido lo primero entre: i) la terminación del período de inversión; o ii) se hayan realizado Inversión en Deuda por al menos el 75% del Importe de la emisión.

Riesgo de Mercado

El fideicomiso estará expuesto a la evolución del dólar, la inflación, tasas de interés y a la competencia de otros originadores para la realización de las inversiones en deuda de proyectos de infraestructura.

Asimismo, los proyectos en forma individual y la cartera en su conjunto estarán expuestos a la evolución de la economía de la República Oriental del Uruguay y su exposición a un determinado sector o variable. Sin embargo, dado que la cartera debe aún constituirse, la concentración por proyecto y por sector, riesgos y mitigantes, participantes, promotores y contrapartes, términos y condiciones de la deuda senior y su calidad crediticia -tanto en forma individual como consolidada de la cartera de proyectos- evolucionará a medida que se vayan realizando las inversiones

Riesgo Legal

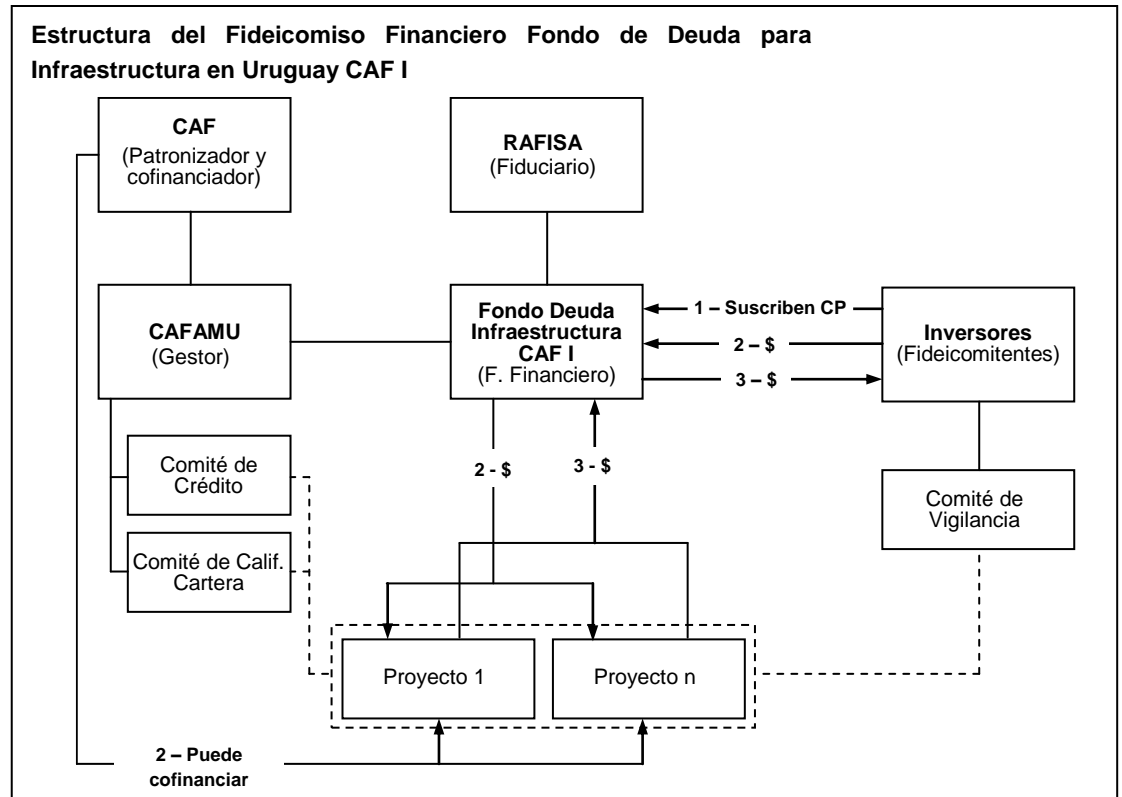
CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. y República Administradora de Fondos de Inversión S.A. están constituidas bajo las leyes de la República Oriental del Uruguay. Los CP, objeto de la presente calificación, son participaciones en el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I.

De acuerdo a la Ley de Fideicomiso (Ley Nro. 17.7030), los bienes fideicomitados (en este caso las inversiones en deuda senior de proyectos de infraestructura) constituyen un patrimonio separado del patrimonio del Fiduciario, de los fideicomitentes y del gestor, por lo cual dichos activos se encuentran exentos de la acción singular o colectiva de sus acreedores.

Los CP a ser emitidos no constituyen deuda ni está garantizada por la CAF, CAF-AM, el gestor, el fiduciario y/o cualquier otra parte interviniente en el fideicomiso, por lo que no asumen responsabilidad patrimonial alguna, principal ni de garantía, por el pago de los CP. El pago de los CP será satisfecho exclusivamente con los bienes fideicomitados.

Limitaciones

Para evitar dudas, en su análisis crediticio FIX se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como FIX siempre ha dejado claro, FIX no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal,



impositiva y/o de estructuración de FIX. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

Descripción de la Estructura

RAFISA, actuando como fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I, ofreció los CP para suscripción, los que serán emitidos e integrados en forma diferida. El producido de la colocación será invertido en una cartera de deuda senior (de mayor preferencia) de proyectos de infraestructura en Uruguay.

El período de inversión será de 60 meses desde la suscripción de los CP. CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. tendrá a su cargo la gestión del fideicomiso y la selección de potenciales inversiones de acuerdo a los parámetros establecidos en la política de inversión. Las inversiones podrán ser mediante el otorgamiento de deuda senior o por la adquisición de deuda senior de un proyecto. La integración de los CP se hará en forma diferida durante el periodo de inversión y de acuerdo al cronograma de desembolsos de las inversiones aprobadas. Los flujos netos provenientes del repago y/o liquidación de las inversiones serán distribuidos a los CP.

Estructura financiera, mejoras crediticias y aplicación de fondos

Estructura financiera

El fideicomiso emitirá CP por hasta un monto total de UI 2.800 millones. Los CP no son deuda del fideicomiso; dan derecho de participación en los flujos y al remanente del mismo.

Los CP a ser emitidos no constituyen deuda ni está garantizada por la CAF, CAF-AM, el gestor, el fiduciario y/o cualquier otra parte interviniente en el fideicomiso, por lo que no asumen

responsabilidad patrimonial alguna, principal ni de garantía, por el pago de los CP. El pago de los CP será satisfecho exclusivamente con los bienes fideicomitados.

La integración de los CP se hará en forma diferida durante el periodo de inversión y de acuerdo al cronograma de desembolsos de las inversiones aprobadas. La moneda de integración puede ser en \$ o USD a requerimiento de las inversiones. Trimestralmente, de existir fondos netos distribuibles se pagarán a prorrata a los tenedores de los CP.

El vencimiento legal del fideicomiso y de los CP es en octubre de 2046, pudiendo ser prorrogable por Asamblea de Tenedores.

Mejoras crediticias

Compromiso de calificación mínima: los CP no podrán perder su condición de instrumento pasible de ser adquirido por las AFAP como consecuencia de la inversión en deuda senior de un proyecto. El proceso de análisis y aprobación de una inversión se considera adecuada.

Estructura “pass through” y “turbo”.

Diferencial de tasas: el fideicomiso se beneficiaría por tener un diferencial de tasa, neto de gastos e impuestos, positivo. Este flujo de fondos adicional serviría para cubrir cualquier incumplimiento de los proyectos en los que se invierta y los descalces de moneda y *basis risk* mencionados anteriormente. Sin embargo, dado que la cartera del fideicomiso debe constituirse durante el periodo de inversión, no es posible determinar el mismo ni cuantos incumplimientos podría cubrir.

Exención impositiva: el fideicomiso se encuentra exento del IRAE, Impuesto al Patrimonio e IVA.

Aplicación de fondos

De existir fondos netos distribuibles, la cobranza de la cartera y el rendimiento de las inversiones temporarias, neta de los gastos, tributos y del saldo mínimo de caja, se distribuirá trimestralmente a prorrata a los tenedores de los CP.

Antecedentes

Corporación Andina de Fomento (“CAF”) institución financiera multilateral de derecho Internacional público cuya misión es apoyar el desarrollo sostenible de sus países accionistas y la integración de América Latina. Sus accionistas son: Argentina, Barbados, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, España, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, Portugal, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguay, Venezuela y 14 bancos privados de la región.

CAF atiende a los sectores público y privado, suministrando productos y servicios múltiples a una amplia cartera de clientes constituida por los estados accionistas, empresas privadas e instituciones financieras. La agenda de infraestructura de CAF está orientada a desarrollar mejores conexiones físicas entre las distintas regiones latinoamericanas, así como la articulación interior en cada uno de los países. El objetivo es superar los atrasos estructurales asociados con la dotación de infraestructura, mejorar su calidad y de los servicios prestados, mediante la integración de las diferentes regiones de América Latina y la creación de un territorio continental más articulado y conectado física, económica y socialmente. De esta manera, esta agenda es un instrumento fundamental tanto para el crecimiento económico como de la agenda de desarrollo social y la superación de la pobreza.

CAF se encuentra calificada en escala internacional por Fitch como emisor en 'AA-/Estable' y 'F1+' para el largo y corto plazo, respectivamente (el informe puede ser consultado en www.fitchratings.com).

CAF-AM Administradora de Activos - Uruguay S.A. es una empresa uruguaya propiedad de CAF Asset Management Corp. -"CAF-AM"- sociedad anónima constituida de conformidad con las leyes de la República de Panamá, subsidiaria íntegramente de propiedad de la CAF.

República Administradora de Fondos de Inversión S.A. actúa como fiduciario. RAFISA es un fiduciario habilitado como tal por el Banco Central del Uruguay. Posee amplia experiencia y una gran variedad de productos colocados en el mercado de capitales. RAFISA es una subsidiaria del Banco de la República Oriental Uruguay.

Anexo “A”: Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings) -en adelante FIX- realizado el 6 de enero de 2017, confirmó la calificación de los Certificados de Participación (CP) del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I luego de las suscripción de los mismos. El detalle de la calificación es el siguiente:

Clase	Monto por VN	Calificación	Perspectiva
CP	UI 2.800.000.000	BBBsf(uy)	Estable
Total	UI 2.800.000.000		

CP: Certificados de Participación.

Categoría BBBsf(uy): “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará “(uy)”. Asimismo, las calificaciones de financiamientos estructurados serán identificadas con el sufijo “sf” (abreviatura de financiamiento estructurado por sus siglas en inglés)

Nota: la Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen. Los signos “+” o “-” se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Fuentes:

- Informe de calificación de Fitch Ratings de Corporación Andina de Fomento (CAF) del 14 de marzo de 2016 disponible en www.fitchratings.com.
- Informe anual de 2015 de la CAF disponible en www.caf.com
- Prospecto del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I disponible en www.bcu.gub.uy
- Carta compromiso de CAF a RAFISA del 30.11.2015.
- Decreto Nro. 162/015 del Ministerio de Economía y Finanzas del 09.06.2015 disponible en www.presidencia.gub.uy.

Determinación de las calificaciones: Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Estructuradas registrado ante el BCU (disponible en www.bcu.gub.uy)

Nota: las calificaciones aplican a los términos y condiciones de los títulos estipulados en el prospecto de emisión. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Gustavo Ávila

Mauro Chiarini

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.