

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A PARTIR DEL DENOMINADO “FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I DE OFERTA PUBLICA”

Montevideo, marzo de 2017

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II LOS TITULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
27	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME JURIDICO
	ADENDA

**CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE “FIDEICOMISO FINANCIERO
OSE I DE OFERTA PUBLICA”
23-03-2017**

Plazo:	Hasta 22 años desde la fecha de cada emisión. Incluye dos años de gracia para el pago de capital.
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a emitirse en series sucesivas, por hasta la suma de UI 1.300.000.000 de Valor Nominal. Se podrá emitir hasta un 10% del monto total en pesos uruguayos o en Unidades Reajustables.
Activo Fideicomitado:	Cesión del flujo de fondos generados por los derechos de créditos presentes y futuros que tiene OSE contra los Agentes Recaudadores de cobranza descentralizada de los bienes y servicios que comercializa.
Emisor:	RAFISA
Fideicomitente:	Administración de las Obras Sanitarias del estado (OSE).
Amortización:	Una vez culminado el período de gracia (24 meses) el capital de los TTDD será amortizado en 80 cuotas trimestrales iguales y consecutivas en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre.
Pago de intereses:	se pagarán en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre.
Tasa:	A ser definida en la licitación. Para la realización de las proyecciones financieras se supuso una tasa de interés entre 7 y 8,75% (según la serie) para las emisiones en UI y de 5,5% para la de UR (en el caso que se realice en esta moneda).
Gracia:	24 meses desde la fecha de emisión de cada serie.
Fiduciario:	RAFISA
Entidad Registrante y Representante:	BEVSA
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Ing. Adrián Tamblor y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	BBB+ uy
Vigencia de la calificación:	hasta abril 2018
:Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha calificado los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero OSE I de oferta pública" con la categoría BBB+ y de grado inversor.

El objeto de esta emisión es obtener los recursos necesarios para fortalecer la estructura financiera de la institución, mejorar el capital de trabajo, reperfilarse pasivos financieros de corto plazo y financiar inversiones de competencia de OSE.

Para ello, se requiere de financiamiento para lo cual se plantea la emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso por hasta UI 1.300.000.000, a emitirse en series sucesivas. La Serie 2 y siguientes se podrán emitir dentro de los cuatro años desde la emisión de la Serie 1 y por hasta el saldo que reste del monto total de la emisión.

El repago de los títulos estará respaldado por los derechos de crédito que tiene la OSE a percibir de los Agentes Recaudadores, por un importe trimestral de UI 48.000.000 (Unidades Indexadas, cuarenta y ocho millones)

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

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- El presente fideicomiso se realiza al amparo de la Ley 17.703 y en el proceso de su estructuración se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y poder normativo de los contrayentes. No se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda. (Véase Informe Jurídico en el Anexo I.)
- La cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable.

Respecto de la Administración:

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos

Respecto de los flujos proyectados:

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda representa un 6% de la recaudación mensual del año 2016, y la cesión trimestral no supera en ningún caso el 20% de la recaudación del mes de retención.

- Es importante tener en cuenta que en el ajuste tarifario de enero de 2017 la OSE ajustó el componente del “costo fijo” bastante por encima de la inflación del año, asegurando de esta forma un aumento en términos reales de la recaudación a partir de ese año.
- Tampoco parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de abastecimiento de agua en niveles que pudieran afectar los niveles requeridos para esta operación.
- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de los servicios de venta de agua.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- El compromiso del Estado respecto de los servicios que brinda la OSE va más allá de los resultados económicos de la empresa, según lo establece explícitamente su Ley de creación. Además, en la Reforma Constitucional de 2004 se declara como derecho humano fundamental el acceso al agua potable y al saneamiento. Esto se traduce en una fortaleza respecto de los emprendimientos que realice la institución.
- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos por REPUBLICA AFISA (en adelante RAFISA) en su calidad de fiduciaria del Fideicomiso Financiero OSE I de Oferta Pública (en adelante el FFOSE) por un monto total de hasta la suma de UI 1.300.000.000. Se emitirá también un certificado de participación (no calificado por CARE) a favor de la OSE por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso. Los títulos que se califican se emiten con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por un flujo de fondos libre de obligaciones y gravámenes de futuros créditos que OSE percibirá de los Agentes Recaudadores, por un importe trimestral de UI 48.000.000 (Unidades Indexadas cuarenta y ocho millones) que será transferido en el mes anterior a cada fecha de pago, por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y Gastos del Fideicomiso, más los importes necesarios para cubrir el pago de gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial que exija la administración y gestión del Fideicomiso.

REPÚBLICA AFISA integrará este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada y la emisión de un certificado de participación a favor de la OSE por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso.

La recaudación a fideicomitir por parte de la OSE son los derechos de crédito presentes y futuros por concepto de cobranzas por venta de agua potable y servicios de saneamiento que percibe a través de los Agentes Recaudadores. Durante el plazo de vigencia del fideicomiso y hasta la completa ejecución de las obligaciones que deban ser cumplidas con cargo al patrimonio fideicomitado, la OSE renuncia a modificar los Contratos de Recaudación, y se obliga a mantener el cumplimiento de sus obligaciones para con los mismos salvo consentimiento previo, expreso y escrito de la Fiduciaria. En el caso que por mandato normativo, otra imposición, causa de fuerza mayor o cualesquier otra causa reasuma la OSE los derechos de cobro de Créditos Fideicomitados, se entienden desde ya cedidos a este Fideicomiso los créditos contra los agentes recaudadores que contrate para su percepción.

Si bien buena parte de los destinos de los fondos obtenidos por la securitización del flujo de ingresos futuros es para la realización de inversiones del organismo, la efectiva realización de éstas o el éxito de las mismas no incide en el repago de los Títulos de Deuda.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo

procede de fuentes confiables a su juicio ¹.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde.²

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos representativos de deuda escriturales que serán emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Cada serie se amortizará en 80 cuotas trimestrales iguales en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año, una vez transcurrido el período de gracia de 24 meses. Los intereses se pagarán en los mismos meses en que se realizan las amortizaciones y la tasa de interés será fijada en el momento de la emisión. A los efectos de realizar las proyecciones financieras se supuso una tasa de interés de entre 7 y 8,75% (dependiendo de la serie) para la emisión en Unidades Indexadas, en el caso de que se hiciera una emisión en Unidades Reajustables, el interés considerado fue de un 5,5%.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, por el Ing. Julio Preve, y por el Ing. Adrián Tamber y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe se anexa a éste.

2. Antecedentes generales

El Fideicomiso Financiero OSE I de Oferta Pública tiene como finalidad la obtención de recursos para, conjuntamente con otras herramientas de financiamiento utilizadas por OSE (Préstamos Bancarios, Préstamos de Organismos Multilaterales, etc.), dar cumplimiento a los siguientes objetivos:

- Realización de inversiones prioritarias del punto de vista medio ambiental y de preservación del suministro en cantidad y calidad adecuadas.
- Consolidación de aspectos financieros:
 - Mejora del perfil crediticio.
 - Diversificar fuentes de financiamiento.
 - Extender madurez promedio de los pasivos.
 - Mejorar el calce de moneda de los pasivos financieros con la moneda de los ingresos.
 - Mejorar la relación entre Pasivo Corriente y Pasivo No Corriente.

¹ La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera.

² Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

- Generación de capital de trabajo, acompasado con el aumento de la capacidad instalada creciente por expansión de los servicios prestados

El destino de los fondos obtenidos de la Serie I, que sería por un monto total de UI 520.000.000 (aproximadamente 63 millones de dólares) será destinado para el cumplimiento a los siguientes objetivos:

- **Inversiones.** De acuerdo a lo informado a CARE, con el producido de la emisión de la serie I, se destinarán aproximadamente 47 millones de dólares en apoyar el financiamiento de las siguientes inversiones ³: plantas de tratamiento de aguas residuales en Salto y Vergara, saneamiento La Capuera, rehabilitación redes SALTO, proyecto ejecutivo Laguna del Sauce (Filtros y Ozonización), adquisición de Hardware y Software, infraestructura edilicia, sustitución de tuberías, obra en la toma de Aguas Corrientes, sistemas distribución agua Young, telemetría (micro medición), redes Costa de Oro, saneamiento Aceguá, y RANC Paysandú.
- **Consolidación de aspectos financieros.** Aproximadamente 8 millones de dólares serán destinados a compromisos de servicio de deuda, atendiendo objetivos de re estructuración de pasivos financieros.
- **Generación de capital de trabajo:** aproximadamente 5 millones de dólares serán destinados a cancelar acreedores comerciales

Sin perjuicio del detalle que se realiza en el Anexo I del informe del Dr. Leandro Rama, cabe mencionar los siguientes antecedentes relevantes:

- La OSE, como servicio descentralizado del Estado puede participar en un fideicomiso (de cualquier tipo y en cualquier rol), sin necesidad de una ley formal y particular que así lo disponga.
- Mediante Resolución de Directorio N° 1448/16 de fecha 19/10/2016 la OSE aprobó la contratación los servicios de República Afisa a los efectos de estructurar, gestionar y administrar un fideicomiso financiero con la finalidad de obtener los recursos necesarios para fortalecer la estructura financiera de la institución, mejorar el capital de trabajo, re perfilar pasivos financieros de corto plazo y financiar inversiones de competencia de OSE, mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública con el respaldo del patrimonio fideicomitado.
- Mediante la Resolución de Directorio 1881/16 de fecha 28/12/2016 se aprueba la suscripción del documento de Fideicomiso Financiero que habilita a la OSE a fideicomitar el flujo futuro de sus ingresos provenientes de la cobranza descentralizada por los bienes y servicios que comercializa, recaudados a través de Agentes Recaudadores de cobranza descentralizada, para abonar las amortizaciones de intereses y/o capital para cancelar los títulos de deuda a emitir por el Fideicomiso, más los fondos necesarios para atender gastos, comisiones e impuestos.
- El decreto del Poder Ejecutivo N° 30/2016 aprueba el Presupuesto de Recursos, Compras (Operativo e Inversiones) y de Operaciones Financieras de la Administración de OSE, a regir a partir de enero de 2016, el cual incluye en el plan quinquenal 2016-2020 la constitución de un Fideicomiso Financiero como modalidad de financiamiento, con primera emisión para el año 2017.

³ En las próximas emisiones OSE informará el nuevo listado de inversiones a realizar con el producido de las mismas.

- La OSE deberá obtener la autorización expresa del Poder Ejecutivo e informar a la Asamblea General dentro de los 30 días de aprobado el endeudamiento. A la fecha de este informe esto aún no se ha verificado, no obstante la OSE ha expresado que esta autorización será gestionada ante el Poder Ejecutivo con antelación a la suscripción del contrato del Fideicomiso; solución que luce conveniente pues de lo contrario quedaría como una condición suspensiva de la eficacia contractual.
- La OSE celebró con los Agentes Recaudadores sendos contratos que refieren a la prestación por parte de dichos Agentes del servicio de cobranza de créditos pertenecientes a dicho Organismo. Los Contratos de Recaudación se rigen por las condiciones de contratación establecidas en los documentos correspondientes. Según lo establecido en ellos, los Agentes Recaudadores se ocupan del cobro del ingresos por la venta de agua y servicios de saneamiento competencia de la OSE por cuenta y orden de ésta.
- OSE y República AFISA han acordado modificar el Contrato de Fideicomiso (que a la fecha aún no se ha firmado), para modificar la cláusula 24.1f), la cual quedará redactada de la siguiente manera:
“24.1 f) Ha informado y se obliga a informar en el futuro a la Fiduciaria en forma veraz, suficiente y oportuna, sobre toda circunstancia relevante relacionada con el cobro y/o garantía del presente Fideicomiso; en especial informar a la Fiduciaria sobre cualquier futura cesión que la OSE contraiga sobre los créditos que tenga derecho a percibir de los Agentes Recaudadores”

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

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

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:⁴

- Borrador de Contrato de fideicomiso financiero de oferta pública entre la Administración de las Obras Sanitarias del Estado y República AFISA.
- Prospecto informativo
- Resoluciones de Directorio N° 1448/16 y 1881/16
- Decreto 30/2016 de 2 de enero de 2016. Aprobación del *“Presupuesto de Recursos, de Compras (Operativo e Inversiones) y de Operaciones Financieras de la Administración de las Obras Sanitarias del Estado a regir a partir del 1 de enero de 2016...”*.
- Contratos celebrados con Agentes Recaudadores
- Modelo Financiero. Cronograma tentativo de pagos e integración.
- Estados Contables de la fiduciaria al 30/9/2016
- Informe de las contingencias jurídicas del Anexo I.

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

⁴ CARE debe recibir aún, algunos documentos definitivos.

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los títulos de deuda.
- b) La administración, en este caso la fiduciaria (RAFISA)
- c) El activo subyacente y el flujo esperado de fondos que dan lugar al instrumento.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

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

Los puntajes a los diferentes indicadores se asignan según escalas previamente establecidas recogidas en el manual.⁵

A partir del puntaje global se asigna la nota según las equivalencias establecidas en tabla correspondiente del manual.⁶

⁵. Véase Tabla 1 del mismo

⁶ Véase Tabla 2, op. cit.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán adquiridos por el o los beneficiarios, en oferta pública. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de la cobranza descentralizada de bienes y servicios que la OSE comercializa y que son recaudados a través de Agentes Recaudadores de cobranza descentralizada. Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

Títulos:	Títulos representativos de deuda
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión. Se podrá eventualmente emitir hasta un 10% del total en pesos uruguayos o unidades reajustables.
Monto de Emisión:	Hasta UI 1.300.000.000 de valor nominal, a emitirse en series sucesivas. La serie 2 y siguientes se podrán emitir dentro de los 4 años desde la emisión de la Serie 1 y por hasta el saldo que reste del monto total.
Interés:	A definirse al momento de la emisión. Las estimaciones se realizan dentro de un rango de 7 a 8,75% anual, según las series y para las emisiones en UI.
Plazo:	Hasta 22 años desde la fecha de la emisión de cada serie. 24 meses (2 años) de gracia desde la fecha de la emisión para el pago del capital y 20 años para amortizaciones.
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda se pagarán en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año.
Amortización de capital:	Una vez terminado el Período de gracia, se comenzarán a realizar las amortizaciones de capital. Los Títulos de Deuda de cada Serie se amortizarán en 80 cuotas trimestrales, iguales y consecutivas en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año hasta la cancelación total de los mismos. La primer amortización se abonará en la Fecha de Pago siguiente de vencido el Plazo de Gracia.
Activo fideicomitado:	El respaldo para el repago de todas las Series, será el Flujo de Fondos provenientes de los créditos que la Fideicomitente tiene derecho a recibir de los Agentes Recaudadores de cobranza descentralizada, que se transferirán trimestralmente en el mes anterior a cada fecha de pago, por un total de UI 48.000.000.
Calificación de Riesgo:	BBB+ uy

Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de cobranzas por los servicios que presta y de un financiamiento a largo plazo que trasciende el período de la actual administración el análisis jurídico es básico para blindar el negocio financiero. Resulta clave por tanto a juicio del Comité de Calificación de CARE la legitimación de todo lo actuado.

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompaña el informe de calificación como Anexo 1. El mismo señala ya al comienzo que la enmienda constitucional plebiscitada en el año 2004 confiere una estabilidad normativa inmejorable al flujo de créditos a ser transferidos al patrimonio fiduciario. El informe estudio la capacidad y legitimación de todas las partes involucradas en el contrato de fideicomiso, deteniéndose especialmente en la facultad del Estado de participar en una operación de estas características.

Se detiene asimismo en la resolución de directorio de OSE del 28 de diciembre de 2016, verificando su legitimidad. Y antes de entrar de lleno al análisis del propio contrato señala textualmente:

“Se puede adelantar como concepto general que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y poder normativo de los contrayentes. Por su parte, no se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda.”

Analiza el Dr. Rama asimismo los contratos con los agentes recaudadores que deberán volcar los fondos al fideicomiso así como la renuncia a modificarlos salvo aprobación de la fiduciaria. Y analiza las obligaciones derivadas del TOCAF en cuanto a aprobaciones que si no se logran simplemente no daría comienzo el fideicomiso.

El informe de contingencias jurídicas culmina de la siguiente manera:

“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al proceso de emisión.”

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago al o los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En función de los análisis realizados se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *muy bajo*.

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

Tan importante resulta en este tipo de operaciones el análisis crítico de los flujos proyectados (desarrollado en la sección IV) como la idoneidad de quienes tienen a su cargo la ejecución y administración del fideicomiso.

En tal sentido, en esta sección se analizará:

- Fiduciaria:** República Administradora de Fondos de Inversión S.A. en tanto administrador del fideicomiso
- Fideicomitente:** OSE, en tanto organismo responsable por el suministro de fondos a fideicomitir

a. 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 parciales al 30/09/2016, que cuentan con informe de compilación, la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 547.657. Esto supone una disminución del orden del 11 % respecto al que tenía al 31/12/2015; esto se explica fundamentalmente por la distribución de dividendos realizada en el período. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 6,84. 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 \$	30/9/16	31/12/15	31/12/14
Activo	613.041	714.204	535.512
Activo Corriente	306.165	457.830	339.206
Activo no Corriente	306.876	256.374	196.306
Pasivo	65.384	96.271	66.646
Pasivo Corriente	44.791	87.650	59.985
Pasivo no Corriente	20.593	8.621	6.662
Patrimonio	547.657	617.932	468.866
Pasivo y Patrimonio	613.041	714.204	535.512
Razón Corriente	6,84	5,22	5,65

Fuente: EE.CC RAFISA

La firma muestra una disminución en su facturación en relación al mismo período del ejercicio anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos en el período de nueve meses referido para los dos últimos años. A modo de información, se agregan los resultados alcanzados por RAFISA en los dos últimos ejercicios completos.

CUADRO 2: Estado de Resultados				
miles de \$	30/9/16	30/9/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	234.357	248.829	321.020	270.138
Gastos de Adm y Ventas	(150.350)	(145.906)	(206.613)	(191.557)
Resultado Operativo	84.007	102.923	114.408	78.581
Resultados Diversos	3	27	41	597
Resultados Financieros	19.309	70.109	84.555	38.125
IRAE	(24.535)	(33.543)	(49.938)	(22.255)
Resultados del Ejercicio	78.785	139.516	149.066	95.047

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de setiembre de 2016, RAFISA mantenía la administración de 46 fideicomisos y un fondo de inversión distribuidos en áreas diversas. A vía de ejemplo, 11 fideicomisos por recuperación de carteras; 15 con intendencias municipales; 7 con instituciones de asistencia médica colectiva; 3 para desarrollar parques eólicos entre otros. Es decir, pese a la caída parcial de facturación incrementa la cartera de clientes y su diversificación lo que garantiza su idoneidad para la función.

b. OSE, fideicomitente

Interesa analizar su capacidad en tres dimensiones: jurídica, administrativa y económico financiera

Capacidad jurídica

La capacidad jurídica de la OSE, particularmente en su legitimidad para impulsar esta operación, está exhaustivamente analizada en el informe de contingencias jurídicas que acompaña como anexo al presente informe de

calificación por lo que acá solamente se hará una breve referencia a sus orígenes y mandato.

OSE es el organismo estatal responsable del abastecimiento de agua potable en toda la República Oriental del Uruguay, y del servicio de saneamiento en el interior del país, desde 1952.

La ley de creación de OSE, establece que sus cometidos deben efectuarse con una orientación fundamentalmente higiénica, anteponiéndose las razones de orden social a las de orden económico. Esto último es relevante cuando se analiza su situación económico financiera por cuanto queda claro que no hay entre sus objetivos un fin de lucro.

Reforzando lo anterior, a través de la reforma de la Constitución del año 2004, Uruguay se convirtió en el primer país del mundo en declarar como derecho humano fundamental al acceso al agua potable y al saneamiento. Del mismo modo, se dispuso que estos servicios sean prestados exclusivamente por el Estado. Por estas razones es que OSE permanentemente encara nuevos desafíos para obtener soluciones que le permitan mejorar los servicios que brinda, priorizando la salud y la calidad de vida de la población.

En tal sentido, ha definido su misión de la siguiente manera: “Contribuir a la protección de la salud y a la mejora de la calidad de vida de la sociedad brindando servicios públicos de agua potable a nivel nacional, y de saneamiento por redes colectivas en el Interior, de forma eficiente, con una gestión sostenible, cuidando el medio ambiente”.

Organización

La OSE es dirigida por un Directorio político integrado por tres miembros, actualmente:

- Ing. Milton Eduardo Machado Lens- Presidente
- Dra. Alejandra Rosana Varela Arroyo - Vicepresidenta
- Dr. Vilibaldo José Rodríguez López – Director

El organigrama del organismo y demás detalles se pueden consultar en el Prospecto Informativo.

Capacidad económico financiera

En los cuadros subsiguientes se exponen los estados de situación patrimonial y el de resultados por los tres últimos ejercicios, en ambos casos, consolidados. Los mismos cuentan con informes de auditoría independiente a cargo de la firma Deloitte cuyos dictámenes fueron emitidos con ciertas salvedades, particularmente en lo que refiere a la valuación de activos. No obstante lo cual, a los efectos de este análisis y, particularmente tomando en cuenta lo expresado en cuanto al rol de la OSE en el país, creemos que son lo suficientemente representativos como para evaluar su condición patrimonial.

CUADRO 3: Situación patrimonial (millones de \$)			
Conceptos	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Activo	46.877	43.886	40.714
Activo Corriente	3.575	3.333	2.744
Activo no Corriente	43.302	40.553	37.970
Pasivo	14.587	12.001	9.384
Pasivo Corriente	5.841	5.238	4.001
Pasivo no Corriente	8.746	6.763	5.383
Patrimonio	32.291	31.885	31.330
Pasivo y Patrimonio	46.877	43.886	40.714
Razón Corriente	0,61	0,64	0,69

Fuente: EE.CC consolidados de OSE

Como se ve en el cuadro precedente, en una apretada síntesis y con las reservas manifestadas líneas arriba, la situación patrimonial de la OSE luce muy sólida. La liquidez, medida como el cociente entre el activo y el pasivo corrientes (razón corriente) es algo débil y, en parte, su mejora es uno de los objetivos de la presente operación.

CUADRO 4: Resultados integrales (millones de \$)			
Conceptos	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Ingresos operativos	9.996	8.632	7.763
Costo servicios prestados	(4.564)	(4.430)	(3.950)
Resultado Bruto	5.431	4.202	3.813
Gastos	(5.038)	(4.547)	(4.337)
Resultados Operativos	393	(345)	(524)
Resultados diversos	92	100	6
Resultados financieros	(1.738)	(909)	(461)
Resultados antes de impuestos	(1.253)	(1.154)	(979)
IRAE	797	998	815
Resultado del Ejercicio	(456)	(156)	(164)
Otros resultados integrales	858	693	
Resultado del Ejercicio Integral	402	537	

Fuente: EE.CC consolidados de OSE

El último ejercicio cerrado y auditado (2015), a diferencia de los dos anteriores, arroja resultados operativos positivos. Se reitera que esto no es lo más relevante en una organización que tiene, explícitamente, objetivos sociales y que, en consecuencia, debe manejarse con gastos reales e ingresos que son determinados, de alguna manera, según criterios políticos por lo que confortablemente se puede asumir que, de registrar alguna dificultad de índole financiera, el estado uruguayo habrá de responder.

Interesa más, por lo tanto, complementar esta información con lo que es y ha sido la evolución de la recaudación de la OSE ya que es, en última instancia, lo que se fideicomite para hacer frente al repago de la emisión y demás gastos inherentes a la misma. Esto se representa en el cuadro siguiente.

CUADRO 5: Recaudación		
mills UI	millones UI	evolución
2016	3.171	4,86%
2015	3.024	4,71%
2014	2.888	3,40%
2013	2.793	-1,45%
2012	2.834	-1,22%
2011	2.869	

Fuente: Fiduciaria/OSE

La información del cuadro precedente se presenta en millones de UI lo que ayuda a establecer una referencia en relación a la recaudación comprometida que, como se ha dicho, representa millones de UI 48 en forma trimestral lo que hace un total de, millones de UI 192 al año. Puede observarse que esta cifra representa un 6% de la recaudación del ente en el año 2016. Si se tiene en cuenta, además, la tendencia creciente que se observa en la recaudación según puede observarse en los últimos tres años y que, según manifestaran autoridades de OSE a CARE, no se tuvo en cuenta un aumento adicional en la tarifa aprobado por el PE a posteriori de la elaboración del prospecto, esta relación será menor ya a partir del corriente año 2017. Todo esto será analizado con más detalle en la sección correspondiente al activo subyacente.

Se concluye entonces que desde el punto de vista económico financiero, la OSE no debería tener problemas de afrontar los compromisos asumidos en este fideicomiso.

Riesgos considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición o inhibición por parte del fiduciario, o el fideicomitente. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo administración, determinado por la actuación de la fiduciaria. Considerando la idoneidad demostrada por RAFISA, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administración con las responsabilidades del proyecto es muy bajo. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados. *Riesgo muy bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente es el flujo futuro de ingresos necesario para transferir al fideicomiso financiero, a los efectos de éste cubra sus costos y pague los intereses y las amortizaciones de los Títulos de Deuda. En este caso es el flujo de cobranzas que por la Cesión de Créditos de OSE tiene derecho a percibir la fiduciaria, y que tendrá por destino pagar las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda serán por hasta un total de UI 1.300.000.000, los que se emitirán en series sucesivas dentro de los 4 años desde la emisión de la serie I. El prospecto informativo no establece exactamente cuánto se emitirá en cada una de las Series, ni cuántas serán, por lo que a los efectos de la realización de los análisis financieros y el análisis de riesgo, se consideró lo proyectado en el "modelo financiero".

CUADRO 6.- Proyección de las emisiones						
SERIE	Emision UI		Emision UR (en UI)			
	Fecha Emisión	Tasa Interes	Monto Miles UI	Tasas Interés	Monto Miles UI	Equivalente Miles UR
I	30/04/2017	7,00%	520.000	0,00%	-	-
II	30/03/2018	7,50%	220.000	5,50%	130.000	448,78
III	30/03/2019	8,00%	350.000	0,00%	-	-
IV	30/03/2020	8,50%	80.000	0,00%	-	-
TOTAL			1.170.000		130.000	449

Fuente: RAFISA, Modelo Financiero

La suscripción de cada serie se realizará en dos etapas:

- Tramo competitivo; mediante el sistema de licitación por precio ofertado, debiendo ingresar en las ofertas de compra el precio y la cantidad que están dispuestos a comprar.
- Tramo no competitivo; El precio será el promedio ponderado que correspondería a una adjudicación de una cantidad valor nominal equivalente al 90% del importe de la Emisión (el "Precio Promedio"). El monto máximo de suscripción para tramo no competitivo es de hasta el 10% del Monto Total de la Emisión.

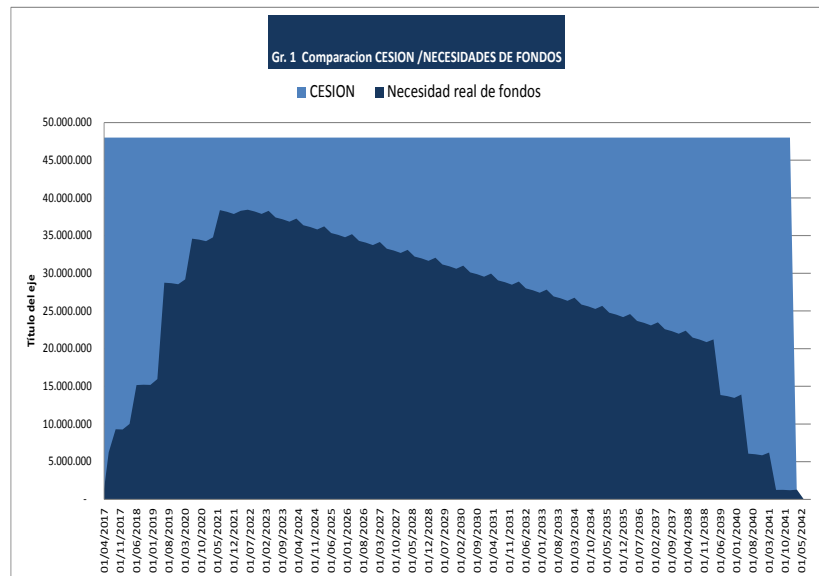
Cada una de las series se amortizará en 80 cuotas trimestrales iguales en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año, que comenzarán a pagarse luego de un período de gracia de 24 meses. Los intereses se pagarán en los mismos meses en que se realizan las amortizaciones y la tasa de interés será fijada en el momento de la emisión. En el cuadro precedente se establecen las tasas de interés consideradas en el modelo financiero original; en el cual se parte de un 7% para la primera serie y luego se va incrementando hasta llegar a 8,50% en la última serie.

El cronograma de pagos previsto, se expone en el cuadro siguiente en el que se consideran todas las emisiones y se agrupan los pagos en forma anual, a los efectos de facilitar la visualización de los datos.

CUADRO 7. Cronog. tentativo Pagos (en miles de UI)			
Vencimiento	Pago Capital	Pago Intereses	Total Pago
31/12/2017	-	24.267	24.267
31/12/2018	-	54.119	54.119
31/12/2019	19.500	81.020	100.520
31/12/2020	39.568	91.531	131.099
31/12/2021	57.551	90.350	147.901
31/12/2022	65.269	86.259	151.528
31/12/2023	66.629	81.801	148.430
31/12/2024	67.005	77.298	144.303
31/12/2025	67.399	72.767	140.166
31/12/2026	67.811	68.207	136.018
31/12/2027	68.242	63.615	131.857
31/12/2028	68.693	58.989	127.682
31/12/2029	69.165	54.326	123.491
31/12/2030	69.659	49.622	119.281
31/12/2031	70.175	44.876	115.051
31/12/2032	70.716	40.083	110.799
31/12/2033	71.282	35.240	106.521
31/12/2034	71.873	30.343	102.216
31/12/2035	72.492	25.388	97.881
31/12/2036	73.140	20.372	93.512
31/12/2037	73.818	15.289	89.107
31/12/2038	74.527	10.134	84.661
31/12/2039	55.769	5.245	61.014
31/12/2040	28.648	1.975	30.623
31/12/2041	8.375	385	8.760
31/12/2042	1.000	21	1.021

Fuente: RAFISA. Modelo Financiero

Para hacer frente a estos compromisos, el fideicomiso cuenta con la cesión de un flujo de fondos libre de obligaciones y gravámenes de los créditos que la OSE tiene derecho a recibir de los Agentes Recaudadores de cobranza descentralizada, por un importe trimestral de UI 48.000.000, que será transferido en el mes anterior a cada fecha de pago. En un año el monto total cedido es de 192 millones de UI, cifra que supera ampliamente los compromisos asumidos para el pago de los Títulos de Deuda. De acuerdo a la proyección realizada, el 2022 será el año en que se requerirán la mayor cantidad de recursos y éstos alcanzarían a poco más de 151,5 millones de UI.



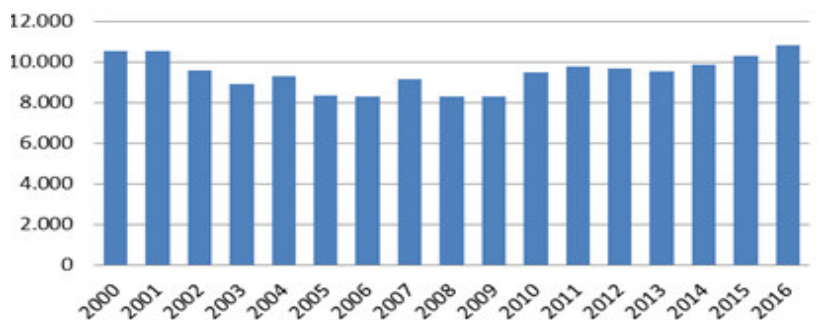
Fuente: RAFISA: Modelo Financiero

Del análisis del cuadro precedente, se puede observar que el monto de la Cesión prevista resultaría suficiente para atender las obligaciones de esta operación. Debería analizarse ahora qué tan significativo resulta el monto total de la cesión con respecto a la recaudación total de la OSE.

La cesión se establece sobre la cobranza descentralizada, que representa hoy en día el 98.6% del total de la recaudación de la OSE. De cualquier manera, en el punto 5.1.3. del contrato del Fideicomiso se establece que la OSE *“renuncia a modificar los Contratos de Recaudación, y se obliga mantener el cumplimiento de sus obligaciones para con los mismos salvo consentimiento previo, expreso y escrito de la Fiduciaria. En el caso que por mandato normativo, otra imposición, causa de fuerza mayor o cualesquier otra causa reasuma la OSE los derechos de cobro de Créditos Fideicomitados, se entienden desde ya cedidos a este Fideicomiso los créditos contra los agentes recaudadores que contrate para su percepción”*.

En la gráfica siguiente, se presenta la evolución de la recaudación de la OSE desde el año 2000, en pesos constantes de 2016 (deflactado por el índice general de precios al consumo).

Gr 2 Recaudación total en millones de pesos constantes (2016)



Fuente: CARE en base a información de OSE.

Se observa que en pesos constantes el nivel actual de recaudación de la OSE se ubica por encima de los años más recientes y en niveles muy similares a los previos a la crisis de 2002. Los niveles más bajos de recaudación (post-crisis), se ubicaron en 77% de lo que se recaudó en 2016 lo que muestra un comportamiento relativamente estable aún en condiciones críticas de mercado. Es importante destacar, que en el decreto tarifario de 2017 (10 de enero de 2017), el Poder Ejecutivo decretó un aumento de un 8,2% en el "carga variable" del agua (valor equivalente a la inflación de 2016), pero incrementó el componente del "costo fijo" por encima de la inflación del año anterior (43% para los consumidores residenciales y 25,5% para los comerciales), lo que determinará que la recaudación en términos reales para 2017 y los años sucesivos estará por encima de los niveles de 2016. De cualquier manera, estos incrementos esperados en la recaudación no fueron considerados en las proyecciones financieras.

La recaudación del año 2016, en Unidad Indexadas habría sido de aproximadamente UI 3.175.000.000 aproximadamente, y en el año de menor recaudación (2006), habría sido de UI 2.433.000.000. La transferencia anual comprometida para el pago de los Títulos de Deuda es de UI 192.000.000 (cuatro cuotas de 48 millones de UI), por lo que el monto comprometido de la recaudación representa el 6,0% de la recaudación actual y hubiera representado el 7,9% en los peores años de recaudación de los últimos 17 años.

Como ya fuera dicho, la OSE cede al fideicomiso cada tres meses 48 millones de UI para el pago de intereses y amortización de los títulos de deuda; y para cubrir costos de gestión y administración del fideicomiso. En el cuadro adjunto se presenta la información respecto de cuánto representa ese monto respecto de la recaudación de los meses en que se realiza la transferencia (febrero, mayo, agosto y noviembre).

En promedio, en los meses en que se realiza la retención los 48 millones de UI representan el 16,4% del total recaudado y en el mes que representa el mayor porcentaje, no llega al 20%.

CUADRO 8. Cesión trimestral/recaudación*				
miles UI	Recaud. 2016	Cesión	Porcent.	
FEBRERO	381.160	48.000	12,6%	
MAYO	261.374	48.000	18,4%	
AGOSTO	246.421	48.000	19,5%	
NOVIEMBRE	281.395	48.000	17,1%	
TOTAL	1.170.350	192.000	16,4%	

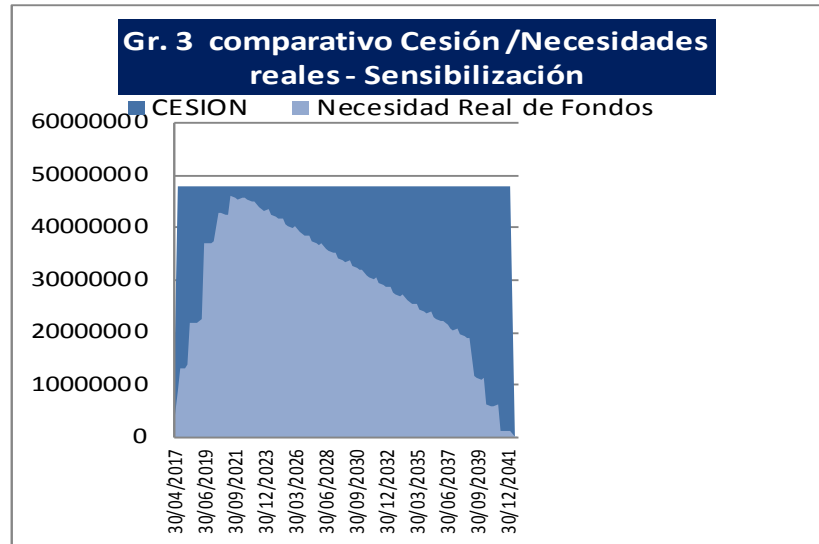
* en el mes de la retención

Fuente: OSE

Sensibilización

En primer lugar se analizó qué ocurriría en el caso que si se incrementara en forma sustancial la tasa de interés de los títulos de deuda, a los efectos de evaluar si ante esa posibilidad el monto de la Cesión (48 millones de UI por trimestre), alcanza para cubrir el cronograma de pagos. En este sentido, aún en el caso de que la tasa de interés de los títulos de deuda se llevara a un 10% anual en UI, la Cesión alcanzaría a cubrir los compromisos de pago.

En efecto, en el trimestre de mayor erogación (junio de 2021), se requerirían un total de UI 46.012.500 para hacer frente a los compromisos asumidos, contándose con un monto de 48 millones de UI.



Fuente: Care en base al Modelo Financiero

En segundo lugar se analizó qué sucedería en el caso en que cayeran en forma sustancial los ingresos de la OSE, sea por reducción de la demanda o por aumento en la morosidad frente a una eventual crisis económica.

A modo de sensibilización, se establece la eventualidad de un escenario de profunda crisis económica del tipo de la que vivió el país en los primeros años del siglo XXI en donde se verificó una reducción de la recaudación del entorno del 23 % real que duró algunos años y hasta 2009. Esta eventualidad, cuya posibilidad cierta no está prevista, al menos en el corto plazo, se contrasta con los compromisos financieros y, derivado del Manual de CARE para estas operaciones, con las obligaciones emergentes del Rubro 0.

Al respecto se presenta el cuadro siguiente en donde se supuso una caída en los ingresos totales de la OSE a los valores más bajos de la serie de los últimos 17 años y se compara con los compromisos derivados de este fideicomiso y el total del Rubro 0⁷.

CUADRO 9. Ingresos de la OSE abatidos *	
Total de Ingresos	2.445
Compromiso anual del Fideicomiso	192
Rubro 0	1.106
Diferencia	1.147

* en un 23% (millones de UI)

Fuente: CARE en base a RAFISA, Informe de Gestión 2015-OSE.

⁷ El rubro 0 se estimó tomando como base el monto establecido en el Presupuesto de Compras, Operativo, de Operaciones Financieras y de Inversiones de la Administración de las Obras Sanitarias del Estado correspondiente al Ejercicio 2016 (decreto 30/16 de 25 de enero de 2016).

Aun suponiendo la existencia de un escenario fuertemente estresado, con una recaudación equivalente a la más baja en términos reales de los últimos 17 años, la recaudación podría cumplir sobradamente con el pago de la cuota para cumplir con los compromisos asumidos para con el fideicomiso y además atender la totalidad de los costos del Rubro 0 (servicios personales).

Riesgos considerados

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

Riesgo por descalce de monedas. En este caso este riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación (UI) y los ajustes tarifarios de este tipo de servicio se realizan en pesos, y se puede suponer razonablemente que también se ajustarán según la inflación por el período de amortización del título que se emite. *Riesgo casi nulo.*

V. EL ENTORNO

Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de la perspectiva de su mantenimiento. En este caso la generación de flujos tiene vínculo con la demanda de agua potable y de los servicios de saneamiento en las localidades del interior del país.

La OSE tiene a su cargo el abastecimiento de agua potable en todo el territorio nacional. Es una Empresa Estatal con más de 60 años de experiencia y 4.265 empleados.

El servicio atiende alrededor de 3.281.000 habitantes a través de 1.132.512 conexiones, lo que significa una cobertura de la población nucleada de más del 98%. Este grado de cobertura es muy similar al de los países más desarrollados (Europa, Norteamérica, etc.), entendiéndose que no existe mayor margen para crecer, al no existir actualmente una demanda insatisfecha.

En relación al saneamiento, la OSE opera cerca de 200 servicios, de los cuales 36 corresponden a localidades de más de 10.000 habitantes y el resto a localidades de menor porte tanto generados por OSE, como recibidos de MEVIR, PIAI, MVOTMA (distintos programas de ejecución de viviendas). El número de conexiones es del orden de 304.706 y la cobertura global de saneamiento colectivo de la población nucleada en centros urbanos en el interior del país es del orden del 41%. En este rubro sí existe un margen importante para crecer ya que existe una demanda insatisfecha en muchas localidades del interior del país

No resulta razonable pensar que en el mediano o el largo plazo pudiera reducirse la demanda de agua o de saneamiento; por el contrario todo indica que la demanda debería aumentar. El consumo de agua en Uruguay se encuentra estabilizado en el entorno de los 9 metros cúbicos mensuales por unidad habitacional activa, y teniendo en cuenta el alto grado de cobertura (casi un 100%), el aumento esperado de la demanda estará atado al crecimiento poblacional. Por otra parte, el saneamiento en el interior del país (servicio atendido por la OSE), se encuentra en continuo crecimiento. En este sentido, sólo cabe esperar un aumento en el nivel de actividad y de recaudación, o al menos un mantenimiento.

Finalmente cabe recordar que la mayor fortaleza en relación al entorno está determinada porque luego de la Reforma Constitucional del año 2014 Uruguay se convirtió en el primer país del mundo en declarar como derecho humano fundamental al acceso al agua potable y al saneamiento, estableciéndose también que estos servicios sean prestados exclusivamente por el Estado.

Riesgos considerados

Riesgo de mercado: No se vislumbran riesgos de mercado, ya que la demanda de los servicios que atiende la OSE se mantendrán en el futuro, o más seguramente se irán incrementando en la medida que crezca la población y aumenten las conexiones al saneamiento en el interior del país. *Riesgo muy bajo*

Riesgo de políticas públicas sectoriales: La OSE es el organismo estatal responsable del abastecimiento de agua potable en toda la República Oriental del Uruguay, y del servicio de saneamiento en el interior del país, desde el año 1952. La ley de creación de OSE, establece que sus cometidos deben efectuarse con una orientación fundamentalmente higiénica, anteponiéndose las razones de orden social a las de orden económico. Esto último podría generar algunas dificultades al momento de los ajustes de tarifas o en el cobro de los servicios; no obstante es poco probable que esto afecte el flujo de fondos cedido, ya que este implica una proporción muy baja de su recaudación actual.

Asimismo, la reforma de la Constitución del año 2004 declara como derecho humano fundamental al acceso al agua potable y al saneamiento. Del mismo modo, se dispuso que estos servicios sean prestados exclusivamente por el Estado, por lo que no existen riesgos de que se produzcan cambios en la política que afecten la permanencia de la OSE en el mercado y/o se vea reducida su recaudación o su participación en el mercado. Riesgo casi nulo.

Riesgo político. Este riesgo a su vez se puede descomponer en dos consideraciones.

1. Por una parte podemos juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aún cambiando los gobiernos nacionales.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara un déficit en el organismo difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aún existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

Si bien la decisión de crear un fideicomiso financiero no fue tomada por unanimidad de los directores actuales del organismo, se cumplieron en su totalidad con todas las normas vigentes que aseguran la legitimidad de la acción. La OSE es un servicio descentralizado y un ente autónomo y no necesita de mayorías especiales para asumir un compromiso que trascienda un período de gestión; por este motivo cambios futuros en la administración no tendrían efectos sobre las decisiones ya tomadas por el actual directorio.

Con respecto a los temas presupuestarios, el comportamiento de la administración actual no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default o un incumplimiento de los compromisos asumidos y de la violación de los contratos. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación por los servicios que se prestan ya fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico.

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé; una repercusión severa de la misma en la recaudación, muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad (que recoge lo sucedido en la recesión de los primeros años del siglo XXI); una merma de igual magnitud en la cobranza descentralizada; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

En consecuencia el riesgo político, descompuesto en sus dos partes como se señaló, se considera 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, el fiduciario, el activo subyacente y los flujos esperados, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+ y de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.⁸

Comité de Calificación



Ing. Adrián Tambler



Martín Durán Martínez



Julio Preve

⁸ CATEGORÍA BBB+. Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto 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 (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, 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 empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. *Grado de inversión mínimo.* La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.

ANEXO I
INFORME JURIDICO

FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I.

Informe Jurídico.

I – Introducción.

La finalidad del negocio fiduciario bajo estudio, consiste en obtener recursos para que la OSE pueda dar cumplimiento a una serie de objetivos que se encuentran dentro de sus cometidos legales y que el ente ha planificado llevar adelante en el período 2016-2020. Estos objetivos son: (i) la consolidación de la estructura financiera de la institución, lo que equivale a re perfilar pasivos, diversificar la fuente de financiamiento (la recurrencia al mercado de valores es acompañada por financiamiento bancario y de organismos multilaterales), mejorar el perfil crediticio y en general todas aquellas medidas dirigidas al fortalecimiento financiero del organismo; (ii) la generación de capital de giro con el fin de sostener la expansión de servicios prestados y (iii) financiar la ejecución de inversiones, según el plan quinquenal elaborado por la entidad y aprobado por Decreto 30/2016.

En otros términos, OSE se propone recurrir al mercado de capitales, para lo cual se dispone a titularizar parte de su flujo de cobranza descentralizada de tarifas por suministro de agua y saneamiento, cediéndolo a un patrimonio independiente, autónomo y afectado en forma exclusiva a la amortización de los títulos a emitirse. Con ello, la institución agrega una nueva fuente de acceso a fondos líquidos, mediante el diseño de un programa de emisión a ser cumplido en emisiones parciales por series, en un plazo máximo de 5 años por hasta un monto nominal máximo de UI 1.300.000.000. Se emitirán certificados de deuda por el total a determinar para cada serie de la emisión, y en cada caso, una vez deducidos todos los gastos del Fideicomiso, se entregarán los fondos obtenidos a la OSE para el cumplimiento de los fines aludidos.

Cabe señalar en esta introducción, que la OSE, fue creada por Ley 11.907 del 15 de diciembre de 1952, como servicio descentralizado del Ministerio de Obras Públicas y bajo la denominación de *Administración de las Obras Sanitarias del Estado*. Comprende lo que se denomina el dominio comercial e industrial del Estado y como tal es responsable del abastecimiento de agua potable y servicio de saneamiento en toda la República Oriental del Uruguay. El artículo 2 de la ley de creación establece estos cometidos públicos, que amén de algunas modificaciones normativas, se mantienen en la actualidad.

Asimismo recordar que la prestación o distribución de agua potable y de saneamiento en todo el país, es realizado por la OSE en régimen de monopolio, aspecto que fue laudado en una enmienda constitucional plebiscitada en el año 2004; lo cual confiere una estabilidad normativa inmejorable al flujo de créditos a ser transferidos al patrimonio fiduciario.

El otro aspecto importante a marcar como punto de partida, es el entendimiento generalizado – al cual se adhiere – de que el Estado puede participar en un fideicomiso (de cualquier tipo y en cualquier rol), sin necesidad de una ley formal y particular que así lo disponga. El principio de especialidad que rige en derecho público nos informa que la actuación de los órganos estatales está constreñida a los cometidos señalados en la norma atributiva. No obstante, este concepto ha sido matizado desde larga data por la teoría de los poderes implícitos, es decir, cuando la

Rama & Bankviceras

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

norma atribuye cometidos, está asignando en forma implícita un poder a la administración para que elabore los instrumentos o vías para cumplirlos, sin necesidad que tales instrumentos surjan listados en el estatuto particular. El instrumento es en la especie, el contrato de fideicomiso financiero habilitado por la Ley 17.703. A nuestro juicio esta norma tiene como una de sus particularidades instaurar en nuestro ordenamiento la posibilidad de crear patrimonios autónomos de afectación como atributo de la autonomía de la voluntad; lo cual incluye al Estado como cualquier otro sujeto de derecho. Esta ha sido, además, la interpretación más extendida y lo que se viene verificando en la práctica desde la sanción de la Ley de Fideicomiso.

Esto no significa que no se requiera una norma jurídica que autorice al órgano público a participar en un fideicomiso. La administración expresa su voluntad a través de actos administrativos fundados, que en la especie no es otro que la Resolución del Directorio de OSE, R/D N° 1881/16 del 28 de diciembre de 2016, cuyo dispositivo reza: “**1. APROBAR la suscripción del Contrato de Fideicomiso Financiero con República Administradora de Fondos de Inversión SA, en los términos que surgen del documento que se adjunta y es parte de la presente Resolución**”.

El presente informe está elaborado en base al análisis del Prospecto Informativo, el Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero (en borrador) y copias de los originales de los contratos celebrados entre la OSE y los Agentes Recaudadores. Se puede adelantar como concepto general que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y poder normativo de los contrayentes. Por su parte, no se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda.

II – El Contrato de Fideicomiso Financiero. Cláusulas centrales.

Lo primero que debemos apuntar es que estamos ante un fideicomiso público, en la medida que se destinan recursos públicos para cumplir finalidades públicas: el fortalecimiento financiero de la institución y la ejecución de las inversiones aprobadas en su presupuesto y listadas en el Prospecto.

El contrato de Fideicomiso Financiero (en adelante el Contrato) tiene como partes constituyentes a la **OSE** (Obras Sanitarias del Estado) como FIDECOMITENTE en tanto aporta los derechos de créditos y ha designado como FIDUCIARIO a **República Administradora de Fondos de Inversión SA** (República Afisa). Los beneficiarios serán lógicamente los inversores que adquieran los Títulos de Deuda y en la medida que integren los títulos suscritos de acuerdo con las disposiciones del Prospecto Informativo y el Contrato.

Aparte de las tres figuras clásicas de todo fideicomiso, interviene en la estructura BEVSA (Bolsa Electrónica de Valores SA), quien asume simultáneamente las funciones de Entidad Registrante de los títulos y Entidad Representante de los beneficiarios, de conformidad con las disposiciones de la Ley 18.627 y lo reglamentado en los contratos homónimos que se deberán anexar al Prospecto.

Objeto y patrimonio fiduciario.

El fideicomiso encuentra asidero en el artículo 25 y siguientes de la ley 17.703 y su objeto consiste en la creación de un patrimonio de afectación separado mediante al securitización de derecho de crédito del fiduciante para el repago de los valores a ser emitidos por el fiduciario y colocados en el mercado de capitales y con ello dotar a la institución del fondeo necesario para

Rama & Bankviceras

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

cumplir las finalidades precitadas.

En tal sentido, la OSE cede al fideicomiso los *Créditos Fideicomitados o Créditos Cedidos* (derechos de crédito, activos o más llanamente ingresos), que en el Contrato están definidos como “... **todo ingreso por la venta de agua potable y servicios de saneamiento que OSE perciben a través de Agentes Recaudadores**”.

Según la cláusula 4 del Contrato, esta cesión tendrá como límite un importe trimestral de UI 48.000.000 y será transferido en el mes anterior a cada *Fecha de Pago* (el 30 de cada mes de marzo, junio, setiembre y diciembre), por el plazo suficiente para amortizar todos los TD y gastos, comisiones, impuestos del Fideicomiso. Por tanto, la propiedad fiduciaria queda conformada con los derechos de crédito cedidos por OSE, con el límite señalado y para ser aplicados en forma exclusiva al pago de los TD (egresos).

Transferencia y Tradición (cláusulas 5 y 6 del Contrato).

OSE ha descentralizado la cobranza de su facturación mediante contratos con los *Agentes Recaudadores*, definidos en el Contrato como “...*las empresas Abitab SA, Nummi SA, etc entidades que han suscrito los Contratos de Recaudación (Anexo), más todos aquellos que suscriban con OSE contratos de recaudación descentralizada de los Créditos Fideicomitados, cualquiera sea su forma de percepción...*”.

La OSE hace tradición de estos créditos cedidos, garantizando su existencia y legitimidad para que sean integrados al patrimonio fiduciario, quedando el Fiduciario facultado para hacer uso de los derechos cedidos a su vista y paciencia. La transferencia de los créditos opera por su mera inclusión en el Contrato (art. 33 lit. B de Ley 16.774 en la redacción dada por el art. 1 de la Ley 17.202); la eficacia de la tradición respecto de los deudores cedidos y demás terceros, se rigen por las disposiciones de los artículos 33 y 34 de la Ley 16.774 (redacción dada por art. 1 de Ley 17.202) y por la remisión del art. 30 de la Ley 17.703.

Programa de Emisión. Serie 1. (Cláusula 10 del Contrato y Cap. 2 del Prospecto).

Como viene dicho, la Fiduciaria tendrá a cargo cumplir con un programa de emisión de los **TD escriturales y de oferta pública, en etapas sucesivas hasta completar el monto nominal de UI 1.300.000.000**.

El Prospecto no define el monto de emisión de la **Serie 1** y tampoco la tasa de interés de los títulos (esto debe estar fijado antes de la firma del Contrato).

Se establece un plazo de gracia de 24 meses desde la fecha de emisión, tanto para el pago de capital como los intereses. Los TD tendrán un plazo de 22 años desde la fecha de emisión. Vencido el lapso de gracia, comenzarán a pagarse el capital e intereses los días 30 de cada mes de marzo, junio, setiembre y diciembre. Por tanto, el capital se amortizará en 80 cuotas trimestrales iguales y consecutivas.

El Fiduciario emitirá asimismo un Certificado de Participación Residual a favor de OSE (en tanto fiduciante y por ello beneficiario residual del fideicomiso), que otorga derecho al remanente del patrimonio al momento de la extinción del Fideicomiso.

Suscripción, adjudicación e integración.

Conforme a la práctica reciente, se proyecta la emisión en dos tramos definidos por el perfil de los inversionistas. Se abre un **Tramo Competitivo**, destinado a los inversores profesionales, institucionales y un **Tramo No Competitivo**, destinado a pequeños inversores, no profesionales o no habituales y por ello denominado minorista; con la finalidad de estimular la expansión del mercado secundario de valores.

Rama & Bankvicerias

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

En este caso se abrirá en primer lugar el Tramo Competitivo por el lapso de dos horas en un solo día a determinar, donde las ofertas se harán por el sistema de precio ofertado en BEVSA. Al finalizar el período, el emisor calculará el precio promedio de las ofertas recibidas y que correspondería a la adjudicación de la cantidad nominal equivalente al 90% del monto de la emisión.

Ese precio promedio será utilizado al día siguiente para recibir las ofertas por el Tramo no Competitivo, que se hará, lógicamente, por el 10% del monto total de la emisión. Esta segunda etapa se llevará a cabo el día siguiente al cierre de la etapa anterior, ante BEVSA y BVM. En este Tramo, no podrán participar los inversores institucionales (Afap's, Cajas Paraestatales, Empresas Aseguradoras locales, Instituciones de Intermediación Financiera).

La adjudicación se hará en orden inverso a la suscripción. En primer lugar se hará del tramo No Competitivo, y luego se adjudicará a los oferentes del Tramo Competitivo hasta completar el 100% del importe de la emisión, a precios múltiples a partir de los mayores.

La integración de lo adjudicado se hará – para ambos tramos – el día hábil siguiente al finalizar el período de suscripción (Segundo Día de Suscripción) y simultáneamente con la integración el Fiduciario emitirá los Títulos de Deuda a favor de cada Titular.

La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la Ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003. El Fiduciario deberá inscribir el Contrato en el RNAP (cláusula 34). Dentro de este marco normativo general el Fiduciario estará obligado a rendir cuentas de su gestión (art. 18 LF) y de conformidad a la cláusula 25 del Contrato.

Es una fortaleza típica del sistema que el patrimonio fiduciario responde únicamente por las obligaciones establecidas en el Contrato y derivadas de la emisión. Este patrimonio no responde por deudas del Fiduciario y, en contrapartida, el patrimonio del Fiduciario no responderá por las obligaciones contraídas en la ejecución del Fideicomiso, las que serán satisfechas con los bienes fideicomitidos (artículos 7 y 8 de la Ley 17.703).

III – Contingencias jurídicas de la estructura.

Bajo este acápite se analizan, por un lado el cumplimiento de los requisitos normativos para la formación válida y eficaz de la voluntad de las partes y por otro, atendiendo al interés del inversor beneficiario, las circunstancias que objetivamente puedan representar un riesgo de cumplimiento en el pago de los valores.

(i) Capacidad y legitimación de los contrayentes.

La Fiduciaria República Administradora de Fondos de Inversión S.A. está autorizada desde agosto de 2004 por el Banco Central del Uruguay para actuar como fiduciario de fideicomisos financieros (Leyes 16.774 y 17.703).

En relación al Fideicomitente, la validez y legitimación de la institución para constituir el fideicomiso de marras y la correlativa transferencia patrimonial, viene dada por las normas citadas en la Introducción. Por un lado la Ley 11.907 donde surgen definidos los cometidos y facultades

Rama & Bankviceras

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

de OSE y en particular la Resolución de su Directorio N° 1881 del 28/12/2016, por la cual se decide constituir el presente fideicomiso financiero y contratar como fiduciario a República Afisa.

Este acto administrativo está precedido en sus fundamentos y dando cumplimiento a lo dispuesto por el artículo 221 de la Constitución de la República; por el Decreto del Poder Ejecutivo N° 30/2016 del 25 de enero de 2016, que contiene y aprueba el *“Presupuesto de Recursos, de Compras (Operativo e Inversiones) y de Operaciones Financieras de la Administración de las Obras Sanitarias del Estado a regir a partir del 1 de enero de 2016...”*.

En cuanto a la contratación directa del Fiduciario, encuentra asidero en el artículo 17 de la Ley 19.149 (Art. 33 literal C) 1) **TOCAF**: *“Entre organismos o dependencias del Estado, o con personas públicas no estatales, o con personas jurídicas de derecho privado cuyo capital social esté constituido en su totalidad por participaciones, cuotas sociales o acciones nominativas propiedad del Estado o de personas públicas no estatales”*.

El Tribunal de Cuentas se expidió sobre la estructura de marras en sesión del 22/2/2017 (Resolución N° 668/17), concluyendo en **“No formular observaciones al fideicomiso financiero proyectado”**.

Para terminar este segmento, cabe tener presente el texto del artículo 267 de la Ley 18.834: *“Las operaciones financieras de los entes autónomos y servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado, excluido el financiamiento de proveedores, que **impliquen un endeudamiento superior al equivalente en moneda nacional a UI 85.000.000** (ochenta y cinco millones de unidades indexadas), **deberán ser autorizadas por el Poder Ejecutivo e informadas a la Asamblea General dentro de los treinta días de aprobado**”*.

A la fecha de este informe esto aún no se ha verificado, no obstante la OSE ha expresado que esta autorización será gestionada ante el Poder Ejecutivo con antelación a la suscripción del contrato del Fideicomiso; solución que luce conveniente pues de lo contrario quedaría como una condición suspensiva de la eficacia contractual.

(i) El cumplimiento de los Títulos de Deuda.

A continuación se comentan algunas de las regulaciones contractuales que inciden directamente en el cumplimiento del derecho de crédito emergente de los títulos.

El flujo de cobranza y los Agentes Recaudadores.

En primer lugar se debe considerar la naturaleza jurídica de los créditos que se ceden a la estructura. Los servicios que factura la OSE por suministro de agua y demás servicios relacionados, no son tributos según la definición legal del inciso 1 del art. 10 del Código Tributario, sino que - siguiendo a la doctrina especializada en la materia -, son precios financieros y están definidos en el inciso 2 de la citada norma: *“No constituyen tributos las prestaciones pecuniarias realizadas en carácter de contraprestación por el consumo o uso de bienes y servicios de naturaleza económica o de cualquier otro carácter, proporcionados por el Estado, ya sea en régimen de libre concurrencia o de monopolio, directamente, en sociedades de economía mixta o en concesión”*. Es pacífico el entendimiento de que estas prestaciones económicas que el Estado realiza (sobre todo las comerciales e industriales) se rigen por los principios generales de los negocios onerosos reglamentados por el derecho privado.

Dicho esto, el Prospecto proporciona algunos datos que debemos reproducir. En efecto y en base

Rama & Bankvicerias

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

a evolución de la recaudación del ente en el período 2011-2016 a través de los Agentes Recaudadores se da cuenta de un crecimiento en todo el período del 2% anual y 5% en los dos últimos años. El comportamiento de la recaudación intra-anual es homogénea.

Con todo, el dato más importante es que la cesión prevista en la estructura representa el 6% de la recaudación anual total de OSE. Véase sin embargo, que lo que se retiene y vuelca al Fideicomiso no será el 6% mensual, pues la retención – como ya se explicó y surge de la cláusula 4.2 del Contrato – será por el equivalente en pesos a UI 48.000.000 por trimestre, debiendo transferirse en el mes anterior a la fecha de pago. Las fechas de pago son los días 30 de cada mes de marzo, junio, setiembre y diciembre. Por ello, luce una gráfica con los porcentajes que representará las cuatro cesiones trimestrales (febrero, mayo, agosto y noviembre) donde en ningún caso se supera el 20%. En cualquier caso, el flujo luce muy solvente para honrar el derecho de crédito de los títulos.

En cuanto a los Agentes Recaudadores, se tuvieron a la vista los contratos firmados y vigentes con todas las entidades que realizan cobranza descentralizada de las facturas emitidas por la OSE. Se constata que contienen cláusulas muy similares y en particular se establece en todos los casos la facultad de rescisión unilateral a favor de ambas partes con un preaviso de dos meses.

Obligaciones del Fiduciario.

El fiduciario financiero tiene dos obligaciones centrales: emitir los valores y administrar el patrimonio fiduciario según las instrucciones convencionales y con sujeción a las disposiciones de las leyes 16.774, 17.202 y 17.703. En cuanto al régimen de responsabilidad, se trata de una responsabilidad subjetiva en tanto la culpa es el factor de atribución y rige el estándar abstracto del buen hombre de negocios de acuerdo con el artículo 16 de la ley de Fideicomiso. En su regulación interna, el Contrato establece en forma adecuada las soluciones para los casos de incumplimiento en las cláusulas 17 a 21.

La cláusula 11 del Contrato diseña las tareas de administración en relación al flujo de créditos cedidos. En primer lugar retendrá y pagará en su caso, todo lo correspondiente a las comisiones, costos y gastos previstos en el Contrato; en segundo lugar y con el mismo caudal de recursos pagará el capital e intereses bajo los TD emitidos a través de transferencia electrónica que a tales efectos cada Titular deberá registrar ante la Entidad Registrante. Cumplido lo anterior y de existir saldo remanente, la Fiduciaria procederá a liberar dichos fondos a favor de la OSE, en la cuenta que ésta indique en el plazo máximo de 5 días hábiles.

En cuanto al precio de la colocación de los TD, la cláusula 14.2 dispone que una vez realizada la deducción de los gastos, entregará los fondos a la OSE al igual que el sobre precio que pudiera resultar al culminarse el proceso de emisión. Dado que no se prevé un sistema de integración diferida y que el encargo fiduciario no incluye ninguna de las actividades que justificaron el financiamiento, quedando todas ellas en la órbita del Fideicomitente; resulta claro que la tarea del Fiduciario en este punto se agota con realizar la emisión, y entregar el precio de colocación en forma íntegra y en un solo momento una vez satisfechos los gastos establecidos en la cláusula 26.

Declaraciones de Fideicomitente y obligación de informar.

En consonancia con lo que viene de comentarse, el Fideicomitente declara en la cláusula 5.4 que no existen cesiones preexistentes sobre los derechos de crédito que transfiere al Fideicomiso y

Rama & Bankvicerias

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

que éstos son suficientes para cumplir todas las afectaciones derivadas de la emisión.

La lectura de estas cláusulas debe completarse con las cláusulas 23 y 24 donde la OSE se compromete a tomar una serie de prácticas que eliminan o mitigan algunas contingencias asociadas con la percepción del flujo de fondos a lo largo de los años.

En tal sentido y sin que implique una jerarquización, la cláusula 23.3 establece una renuncia a modificar los contratos vigentes con los Agentes Recaudadores, salvo consentimiento previo y escrito de la Fiduciaria. Por su parte, si se contrataran nuevos agentes recaudadores, lo cual aparece como muy probable, también deberá requerirse la previa autorización del Fiduciario quien no podrá oponerse en tanto se mantengan condiciones semejantes con los contratos ya existentes. Y a renglón seguido se dispone que la OSE deberá realizar *“todos los actos necesarios para que el Fideicomiso cumpla con su cometido y evitar el ejercicio de cualquier potestad o el dictado de cualquier acto que pudiera afectar, directa o indirectamente dichos flujos.”* (23.4 y 23.5). Con estas disposiciones queda claro que el Fideicomitente queda obligado a comunicar y solicitar la autorización al Fiduciario para llevar adelante la participación de cualquier nuevo agente que preste el servicio de cobranza descentralizada. En cualquier caso, los créditos ya están cedidos al Fideicomiso y el Fiduciario tendrá todos los elementos para formalizar la notificación prevista en la cláusula 5.3 del Contrato.

En cuanto a las informaciones que se obliga a proporcionar el Fideicomitente, destacamos la cláusula 24.1 lit (f): *“Ha informado y se obliga a informar en el futuro a la Fiduciaria en forma veraz, suficiente y oportuna, sobre toda circunstancia relevante relacionada con el cobro y/o garantía del presente Fideicomiso; en especial informar a la Fiduciaria **sobre cualquier futura cesión que la OSE contraiga sobre los créditos que tenga derecho a percibir de los Agentes Recaudadores”***

Viene dicho que la cesión de créditos a la estructura representa el 6% de la recaudación descentralizada total y asimismo la OSE declara en el Contrato que no existen otras afectaciones a dichos recursos. Sin embargo, es previsible o altamente probable que la institución recurra a formalizar otros contratos (incluso no fiduciarios), que impliquen un endeudamiento a ser cancelado mediante la cesión del mismo caudal de créditos. En un escenario de acumulación de este mecanismo, la cláusula tiene la finalidad de analizar la información en tiempo útil para anticipar complicaciones financieras, no ya en relación al pago de los TD emitidos por este Fideicomiso, sino en relación a las obligaciones corrientes de la institución y que en forma indirecta provoquen un menoscabo o desprestigio del instrumento fideicomiso.

Contralor de los Inversores beneficiarios.

El ámbito jurídico para que los beneficiarios ejerzan sus facultades de contralor y adopten decisiones sobre todo lo anterior, es la Asamblea de Titulares (artículo 32 ley 17.703). El Contrato reglamenta todos sus aspectos en la cláusula 22, a cuyo tenor cabe estar. El apartado 22.4 establece las competencias que requieren una **Mayoría Especial de Titulares** (75% del capital adeudado a la fecha de la decisión en cuestión).

Todas las demás decisiones puesta a consideración del cuerpo serán resueltas por la **Mayoría Absoluta de Titulares** (voto conforme de por lo menos dos Titulares que representen un valor nominal superior al 50% del capital adeudado por sus TD a la fecha de adoptar dicha decisión).

Cabe tener en cuenta que por esta mayoría absoluta se podrá decidir la **caducidad anticipada** de *“todos los plazos bajo los Títulos de Deuda, volviéndose exigibles todos los importes vencidos y no vencidos bajo los mismos, en caso de que no ingresaran al Fideicomiso fondos que permitan atender las amortizaciones de los Títulos de Deuda, y como consecuencia de ello se incumpla*

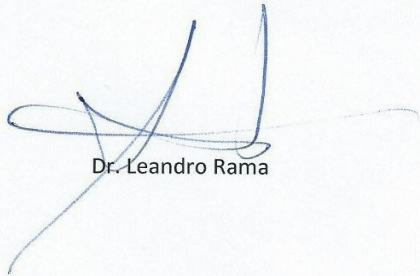
Rama & Bankviceras

ESTUDIO JURÍDICO NOTARIAL

con el pago de los Títulos de Deuda por un plazo superior a los 120 (ciento veinte) días corridos de la fecha en la cual debió ser realizado dicho pago”.

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

Montevideo, 1 de marzo de 2017.-



Dr. Leandro Rama

**ADDENDA A LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS
A PARTIR DEL DENOMINADO “FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I DE OFERTA
PUBLICA”**

Montevideo 23 de marzo de 2017

Motiva la presente el hecho que con fecha 8 de marzo de 2017 se firmó el contrato de fideicomiso entre la Administración de Obras Sanitarias del Estado (OSE) y República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República Afisa). Los documentos que se firmaron y sus anexos (prospecto y modelo financiero), contienen algunos cambios menores respecto de los documentos con los que contó CARE a los efectos de realizar la calificación de los Certificados de Participación a emitir.

El objeto de esta adenda es comentar esos cambios y evaluar algún impacto en la calificación asignada.

1) Monto a emitir en la Serie 1

La información disponible al momento de la calificación suponía que del total de 1.300 millones de UI que se preveían emitir en los próximos 4 años, la Serie 1 lo sería por un total de 520 millones de UI, y en consecuencia las inversiones que se realizarían estaban alineadas con ese monto. El prospecto definitivo establece que la primera emisión será por 250 millones de UI por lo que el monto de las inversiones previstas se ajustará a ese monto. No obstante el tipo de obras y las localidades en donde éstas se realizarán coincide en general con las que están detalladas en la calificación original de CARE, que habían sido informadas directamente por OSE ya que no estaban incluidas en el prospecto anterior, y ahora sí lo están en el definitivo.

El uso de los fondos, en este caso la realización de las inversiones, no tiene efectos sobre la calificación ya que no tiene relación con el flujo de ingresos que será destinado para el pago de los títulos.

El nuevo monto a emitir en la Serie 1, puede tener algún tipo de incidencia en el cronograma de pagos futuro como se verá; no obstante el marco conceptual de la calificación implica el análisis del repago de la emisión total de 1300 millones de UI.

2) Monto a emitir en pesos uruguayos o en unidades reajustables.

El prospecto considerado por CARE en su momento suponía que se podría emitir hasta un 10% del monto total de la emisión en pesos o en unidades reajustables. El prospecto definitivo establece que ese porcentaje podrá ser de hasta un 5%.

Esta modificación no implica un cambio significativo con respecto a la redacción anterior y mantiene la situación condicional de esta alternativa. Podría incluso mejorar la situación anterior ya que un potencial descalce de monedas estaría minimizado a un porcentaje menor de la emisión. De todas formas, en el largo plazo las unidades indexadas y las unidades reajustables no deberían tener comportamientos muy diferentes entre sí.

3) Modelo Financiero

CARE utilizó para realizar las sensibilizaciones un modelo financiero que se entendió como muy razonable, en el que se suponía una emisión en 4 series (4 años), en donde se partía de tasas de interés en UI que empezaban en 7% en 2017 y aumentaban en el correr de los años hasta un 8,5%.

Proyección de las emisiones						
SERIE	Fecha emision	Emision UI		Emision UR (en UI)		
		Tasa de Interes	Monto miles de UI	Tasa de Interes	Monto miles de UI	Equivalente miles de UR
I	30/04/2017	7,00%	520.000	0,00%	-	-
II	30/03/2018	7,50%	220.000	5,50%	130.000	448,78
III	30/03/2019	8,00%	350.000	0,00%		-
IV	30/03/2020	8,50%	80.000	0,00%		-
TOTAL			1.170.000		130.000	449

Fuente: CARE en base a modelo financiero de RAFISA

Esta proyección que se entendió como muy posible fue sensibilizada, observándose que perfectamente podría soportar tasas de hasta un 10% de interés, con la cesión de los 48 millones de UI cada tres meses.

A los efectos de definir el monto de la cesión, el Modelo Financiero de Máxima que ahora utilizó RAFISA supuso que toda la emisión se realizaría en el año 2017 y con una tasa de 9% en UI. La proyección de los compromisos de deuda se soporta con la cesión de los 48 millones de UI, pero parte como se refirió de una tasa de interés muy elevada y una emisión total en el inicio lo que no ocurrirá.

Este escenario de máxima de Rafisa, tuvo por objeto según se informó, definir el monto necesario de la cesión para hacer frente con seguridad a los compromisos asumidos. Asimismo este escenario no se va a verificar en la realidad, ya que la primer emisión será de 250 millones de UI y además la tasa de interés se va a licitar, con lo que seguramente se ubicará por debajo de esta estimación y más alineada a los valores que se estimaron en la calificación de riesgo registrada por CARE.

Si se estima que las próximas series se repartan en forma equitativa en los 3 años siguientes, aún en situación de tasas de interés en aumento, las posibilidades de pago de los compromisos asumidos se mantienen prácticamente incambiadas, siendo válidas las sensibilizaciones realizadas en la calificación original.

4) Conclusión


De acuerdo a lo expuesto, el Comité de Calificación entiende que las diferencias existentes entre los documentos definitivos y los utilizados por CARE al momento de realizar la calificación, no ameritan cambios en la misma.



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tambler