

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

*Montevideo, octubre de 2018*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II LOS TITULOS DE DEUDA
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DE  
"FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I DE OFERTA PÚBLICA"  
18-octubre -2018**

<b>Plazo:</b>	Hasta 22 años desde la fecha de cada emisión. Incluye dos años de gracia para el pago de capital.
<b>Títulos de Deuda:</b>	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.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	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.
<b>Emisor:</b>	RAFISA
<b>Fideicomitente:</b>	Administración de las Obras Sanitarias del estado (OSE).
<b>Amortización:</b>	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.
<b>Pago de intereses:</b>	se pagarán en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre.
<b>Tasa:</b>	A ser definida en la licitación. En las primeras dos series las tasas fueron de 3,95 y 3,55% en UI.
<b>Gracia:</b>	24 meses desde la fecha de emisión de cada serie.
<b>Fiduciario:</b>	RAFISA
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A- uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta abril de 2019.
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

## Resumen General

***CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero OSE I de oferta pública" manteniendo la categoría A- uy 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, reperfilear pasivos financieros de corto plazo y financiar inversiones de competencia de OSE.

Para ello, se requiere de financiamiento para lo cual se planteó 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, de las cuales ya se han emitido las dos primeras.

El repago de los títulos está 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).

A modo de resumen los aspectos salientes de la calificación original y los de la presente actualización son:

- El presente fideicomiso se realiza al amparo de la Ley 17.703 y en el proceso de su estructuración se cumplieron 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.
- La cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente. La recaudación anual comprometida para el pago de los títulos de deuda representa un 5,5% de la recaudación total del 2017, y la cesión trimestral no supera en ningún caso el 18% de la recaudación del mes de retención.
- 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.
- No 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.

- Existe un compromiso por parte del Estado respecto de los servicios que brinda la OSE el cual 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 en el entorno 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 actualizar la calificación de los Títulos representativos de deuda emitidos por el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero OSE I de Oferta Pública".

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<sup>1</sup>.

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<sup>2</sup>.

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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://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 anexó en la calificación original.

Esta calificación, se actualiza periódicamente no obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

### 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

#### i. Antecedentes generales

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos representativos de deuda escriturales emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, por un monto total de hasta la suma de UI 1.300.000.000, emisión que realizará en varias series en el correr de 4 años. 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

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

<sup>2</sup> Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

la emisión. A los efectos de realizar las proyecciones financieras del prospecto original se supuso una tasa de interés de entre 7 y 8,75% (dependiendo de la serie) para la emisión en Unidades Indexadas, tasa que en la primera emisión resultó muy inferior (3,95%), y en la segunda aún menor (3,55%).

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.

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

Las inversiones proyectadas por OSE para el período 2017-2031 ascienden a un total de 1.129 millones de dólares lo que implica una inversión promedio de 75 millones de dólares. Las inversiones previstas más relevantes por su costo son:

- i. Aguas Corrientes ozonización y filtros de carbón granular.....60: USD
- ii. Casupá El Soldado (Expropiaciones).....97: USD
- iii. Saneamiento Ruta 5 La Paz-Las Piedras.....80: USD
- iv. Saneamiento Ciudad de la Costa Este.....100: USD
- v. Red PTARD (Fray Bentos, Mercedes, Paso de los Toros, Paysandú, Nueva Palmira, Juan Lacaze, San Gregorio, Salto y Vergara).....98: USD

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.

El 13 de setiembre de 2017 se realizó la primera emisión del Fideicomiso (Serie I), por 250 millones de unidades indexadas.

## ii. Hechos salientes del período.

Por Resolución del Poder Ejecutivo de fecha 22 de marzo de 2018 se autoriza la emisión de la segunda serie de títulos de deuda por hasta 250 millones de UI. A tales efectos CARE ratificó con fecha 7 de mayo la nota recogida en el informe del 5 de abril de 2018 para todo el programa de emisión tanto como para esta segunda serie (A- uy).

En el marco de las condiciones generales del Programa de Emisión, se realizó entre el 28 y el 29 de junio de 2018 la emisión de la Serie II de títulos de deuda, que permitirá continuar con el cronograma de obras. El resultado de esta segunda emisión fue el siguiente:

- Monto de la suscripción: UI 250 millones
- Monto de las ofertas presentadas: UI 775,4 millones
- Tasa indicativa de la emisión: 3.55% en UI.
- TIR obtenida en la 2ª. Emisión: 3.445%. (Cotización efectiva 101.34%).

Las condiciones de fechas de pago, plazos, amortizaciones, etc., fueron las establecidas en el prospecto original.

El destino de los fondos obtenidos de la Serie II, será para dar cumplimiento a los siguientes objetivos:

- **Apoyo al financiamiento de Inversiones;** se destinará un monto no inferior al 80% de la emisión (se detallan las más destacadas).

### - Continuación de obras de 2017:

- o Cuenca del Santa Lucía: redes de saneamiento en ciudades de la cuenca, especialmente redes y planta de tratamiento de aguas residuales (PTARD) de las ciudades de Fray Marcos y San Ramón.
- o PTARD de la ciudad de Salto y Vergara
- o Plantas de agua potable en Treinta y Tres.
- o Sustitución de tuberías de agua potable en la ciudad de Montevideo y varias localidades del interior del país.
- o Sistema de distribución de agua en la ciudad de Young.
- o Saneamiento en la población de Aceguá.



- **Principales obras a iniciar en 2018.**

- o Red de agua potable en Cuchilla Alta
  - o Nueva batería de filtros y obras anexas para la usina de Laguna del Sauce
  - o Nueva línea de impulsión en la ciudad de Trinidad
  - o Re adecuación del Colector Perimetral Este y Sistema de Bombeo, Ciudad de Pando
  - o Saneamiento zona oeste de Maldonado. La Capuera-Punta Ballena
  - o Obras de nueva toma de Aguas Corrientes.
- **Reingeniería Financiera** (plazos, tasas, monedas) **e incremento de capital de trabajo** (aumento de capacidad instalada y crecimiento estructural de costos fijos); se destinará hasta el 20% de la emisión.

**3. Información analizada.**

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:

- Información de avance al 30/09/2018 aportada por la gerencia financiera de OSE.
- Prospecto de la Segunda Emisión de Títulos
- Recaudación Agentes Externos Actualizada
- Estados Financieros de OSE al 31/12/2017
- Memoria Anual de OSE del Ejercicio 2017
- Estados Financieros de OSE al 30/06/2018
- Evolución del Pasivo Financiero al 30/06/2018
- EE.CC. financieros intermedios del fidecomiso al 30/06/2018.
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/06/18

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se ofrecieron en oferta pública la primera y segunda emisión de Títulos de Deuda (Serie I y Serie II), por un total de 250 millones de UI cada una, en el dominio fiduciario del "FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I de Oferta Pública.

### 1. Descripción general

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda
<b>Moneda:</b>	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.
<b>Monto de Emisión:</b>	Hasta UI 1.300.000.000 de valor nominal, a emitirse en series sucesivas. La Serie II y siguientes se podrán emitir dentro de los 4 años desde la emisión de la Serie I y por hasta el saldo que reste del monto total.
<b>Interés:</b>	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 <sup>3</sup> .
<b>Plazo:</b>	Hasta 22 años desde la fecha de la emisión de cada serie. Con 24 meses (2 años) de gracia desde la fecha de la emisión para el pago del capital y 20 años para amortizaciones.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda se pagarán en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año.
<b>Amortización de capital:</b>	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.
<b>Activo fideicomitado:</b>	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.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	A- uy

<sup>3</sup>. La Serie I que se emitió en setiembre de 2017 y que fue por 250 millones de UI se realizó con una tasa de interés de 3.95%. Se adquirieron a un precio promedio general de 108,91%, que determinó un rendimiento de 3,06%.  
La Serie II se emitió en junio de 2018 y también fue por 250 millones de UI. Se realizó con una tasa de interés de 3.55%. Se adquirieron a un precio promedio general de 101,34%, que determinó un rendimiento de 3,445%.

## 2. 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 se presentó como anexo en el informe de calificación original ([www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)). El mismo procuraba descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. Nada de esto ha variado por lo que se considera innecesario reiterar acá in totum y sólo se recuerda su conclusión final:

***“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:

- **Fiduciario:** 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 intermedios al 30/6/18 que cuenta con informe de revisión limitada de la firma Grant Thornton SC, RAFISA alcanza un patrimonio de miles de \$ 578.170, lo que supone un 4 % superior al registrado seis meses antes. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,95. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-18</b>	<b>31-Dec-17</b>	<b>31-Dec-16</b>
<b>Activo</b>	<b>656.953</b>	<b>637.392</b>	<b>636.880</b>
Activo Corriente	270.351	249.236	219.778
Activo no Corriente	386.602	388.155	417.102
<b>Pasivo</b>	<b>78.783</b>	<b>81.887</b>	<b>78.969</b>
Pasivo Corriente	54.604	57.829	58.536
Pasivo no Corriente	24.179	24.058	20.433
<b>Patrimonio</b>	<b>578.170</b>	<b>555.505</b>	<b>557.910</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>656.953</b>	<b>637.392</b>	<b>636.880</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,95</b>	<b>4,31</b>	<b>3,75</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados del primer semestre de 2018, la firma muestra una disminución en su facturación respecto del mismo periodo del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados operativos. En cambio, debido a mejoras en los resultados financieros, los resultados finales del periodo resultan superiores. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos a junio de 2018 y su comparativo con junio de 2017 y del último ejercicio completo cerrado en diciembre de 2017

<b>Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-18</b>	<b>30-Jun-17</b>	<b>31-Dec-17</b>
Ingresos Operativos	127.854	135.622	270.590
Gastos de Adm y Ventas	(113.806)	(105.541)	(225.274)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>14.048</b>	<b>30.081</b>	<b>45.316</b>
Resultados Diversos	-	126	622
Resultados Financieros	36.132	7.391	17.636
IRAE	(12.485)	(7.998)	(16.323)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>37.696</b>	<b>29.600</b>	<b>47.251</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2018, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

## **b. OSE, fideicomitente**

La capacidad jurídica de la OSE, particularmente en su legitimidad para impulsar esta operación, fue exhaustivamente analizada en el informe de contingencias jurídicas que acompañó como anexo la calificación original; la misma no ofrece ningún tipo de dudas por lo que se considera innecesario reiterarlo acá.

En cuanto a su capacidad económica y financiera, también se daba cuenta en el anterior informe, llegándose a la conclusión que no suponía un riesgo para el repago de esta operación. Con los EE.CC del organismo al 31/12/17 a la vista, se constata que siguen siendo positivos. Esto se puede ver en el cuadro siguiente.

**Cuadro 3: Resultados integrales (millones de \$)**

Conceptos	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos operativos	12.742	10.912	9.996
Costo servicios prestados	(5.589)	(4.803)	(4.564)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>7.153</b>	<b>6.109</b>	<b>5.431</b>
Gastos de Administración y Ventas	(5.972)	(5.446)	(5.038)
<b>Resultados Operativos</b>	<b>1.181</b>	<b>663</b>	<b>393</b>
Resultados diversos	188	51	92
Resultados financieros	(37)	24	(1.350)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>1.332</b>	<b>738</b>	<b>(865)</b>
IRAE	596	538	700
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>1.928</b>	<b>1.276</b>	<b>(165)</b>
Otros resultados integrales	68	2.113	858
<b>Resultado del Ejercicio Integral</b>	<b>1.996</b>	<b>3.389</b>	<b>693</b>

Fuente: EE.CC consolidados de OSE

A efectos de este análisis, lo más relevante pasa a ser la evolución de la recaudación de la OSE por cuanto es lo que se fideicomite. Esto se considera con mayor detalle en el capítulo referido al Activo Subyacente pero ya se puede verificar que los ingresos del año 2017 son, en términos nominales, 16,77 % superiores al año anterior.

### c. El Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato celebrado el 14/3/17 entre RAFISA (la Fiduciaria) y la OSE (el Fideicomitente). Su inscripción en el Registro del Mercado de Valores fue autorizada por el BCU el 18/8/17.

Su estado de situación al cierre intermedio de junio de 2018 se resume en el cuadro siguiente.

**Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)**

Conceptos	30/6/2018	31/12/2017
<b>Activo</b>	<b>1.060.168</b>	<b>1.017.993</b>
Activo Corriente	18.068	16.869
Activo no Corriente	1.042.099	1.001.124
<b>Pasivo</b>	<b>1.059.625</b>	<b>1.017.990</b>
Pasivo Corriente	16.221	15.613
Pasivo no Corriente	1.043.404	1.002.377
<b>Patrimonio</b>	<b>543</b>	<b>3</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.060.168</b>	<b>1.017.993</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,11</b>	<b>1,08</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como ya se ha indicado, el Fideicomiso emitirá títulos de deuda por hasta UI 1.300 millones. Al cierre, el valor nominal de la emisión de la primera serie (setiembre de 2017) ascendió a UI 250 millones. Sin embargo, el 29/6/18 se realizó la adjudicación de la Serie II por el mismo monto los que fueron integrados al Fideicomiso el 2/7/18 razón por la cual no figuran en los EE CC comentados. Es decir, a la fecha de elaboración de este informe se llevan emitidos UI 500 millones en dos series de igual monto.

Rige todavía el periodo de gracia por lo que hasta el momento solo se han pagado intereses. En el semestre se cancelaron por ese concepto UI 4.937.500 a lo que debe agregarse UI 2.468.750 que vencían el 30/6/18 pero por ser feriado se cancelaron el 2/7/18.

Para hacer frente a estos compromisos, durante el periodo de 6 meses se recibieron fondos provenientes de la cobranza de OSE (bienes fideicomitados) por un monto equivalente a UI 5.025.483. Se recuerda que el compromiso de la OSE es el de fideicomitir hasta UI 48 millones trimestrales si se completa la emisión total prevista; mientras tanto, va fideicomitiendo los montos necesarios en función de las emisiones parciales. En principio, coinciden con el cronograma de amortización e intereses de cada serie.

El cronograma de pago de los títulos emitidos según los EE CC intermedios es el siguiente. A esto debe agregarse un cuadro similar por la segunda serie que, como fue dicho, se recibió en fecha posterior al cierre.

**Cuadro 5: cronograma cancelación de títulos (miles UI)**

Periodo	Amortización	Intereses	Total
2018		4.938	4.938
2019	6.250	9.844	16.094
2020	12.500	9.443	21.943
2021	12.500	8.949	21.449
2022	12.500	8.455	20.955
2023	12.500	7.962	20.462
2024	12.500	7.468	19.968
2025	12.500	6.974	19.474
2026	12.500	6.480	18.980
2027	12.500	5.987	18.487
2028	12.500	5.493	17.993
2029	12.500	4.999	17.499
2030	12.500	4.505	17.005
2031	12.500	4.012	16.512
2032	12.500	3.518	16.018
2033	12.500	3.024	15.524
2034	12.500	2.530	15.030
2035	12.500	2.037	14.537
2036	12.500	1.543	14.043
2037	12.500	1.049	13.549
2038	12.500	555	13.055
2039	6.250	93	6.343
<b>Totales</b>	<b>250.000</b>	<b>109.859</b>	<b>359.859</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

La tasa de interés nominal aplicable en la primera serie fue de 3,95 % lineal anual mientras que en la segunda fue de 3,55%, y fueron las que se aplicaron para el cálculo del cuadro precedente.

La tasa alcanzada fue sensiblemente menor a la estimada originalmente lo que puede interpretarse como una demostración de confianza por parte del mercado al producto ofrecido.

### **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 casi nulo.*



## 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 establecía exactamente cuánto se emitirá en cada una de las Series, ni cuántas serían, por lo que a los efectos de la realización de los análisis financieros en la calificación original se consideró lo proyectado en el modelo financiero, respecto de los montos de la emisión las tasas de interés esperadas.

Ya se han realizado las primeras dos emisiones por lo ya existe un mayor grado de certeza sobre los montos a emitir y las tasas de interés. Por este motivo, CARE en esta oportunidad vuelve a ajustar el modelo financiero a los efectos de realizar el análisis con mayores certezas.

En el cuadro 6 se presenta la nueva proyección de las emisiones. La tasa de interés considerada en las Series I y II es la real obtenida mientras que las otras son proyecciones sobre la base de un criterio conservador. Se supuso que un interés mayor (4,5%) al obtenido en la emisiones de 2017 y 2018, pero igualmente es muy inferior a las tasas consideradas en el prospecto original. Esta tasa del 4.5% responde a un criterio conservador, ya que no existen por el momento elementos que lo justifiquen.

<b>CUADRO 6.- Proyección de las emisiones</b>			
<b>SERIE</b>	<b>Fecha emision</b>	<b>Emision UI</b>	
		<b>Tasa de Interes</b>	<b>Monto miles de UI</b>
<b>I</b>	13/9/2017	3,95%	250.000
<b>II</b>	28/6/2018	3,55%	250.000
<b>III</b>	30/9/2019	4,50%	400.000
<b>IV</b>	30/9/2020	4,50%	400.000
<b>TOTAL</b>			<b>1.300.000</b>

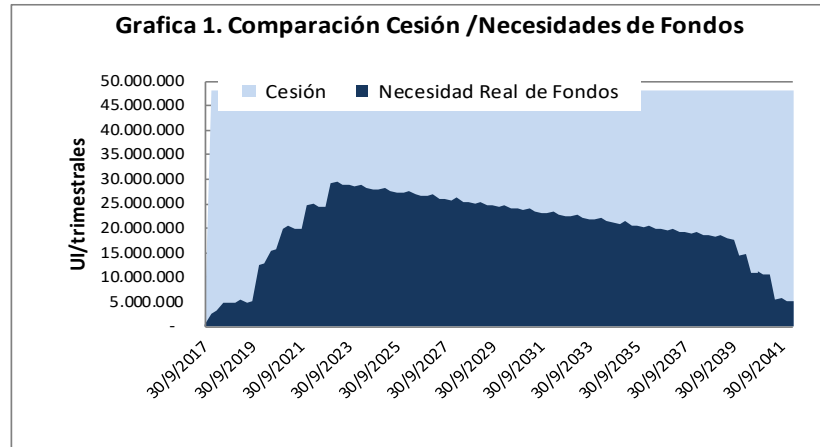
Fuente: Series III y IV; Estimación Care

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.

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 2023 será el año en que se requerirán la mayor

cantidad de recursos y éstos alcanzarían a casi 116 millones de UI.

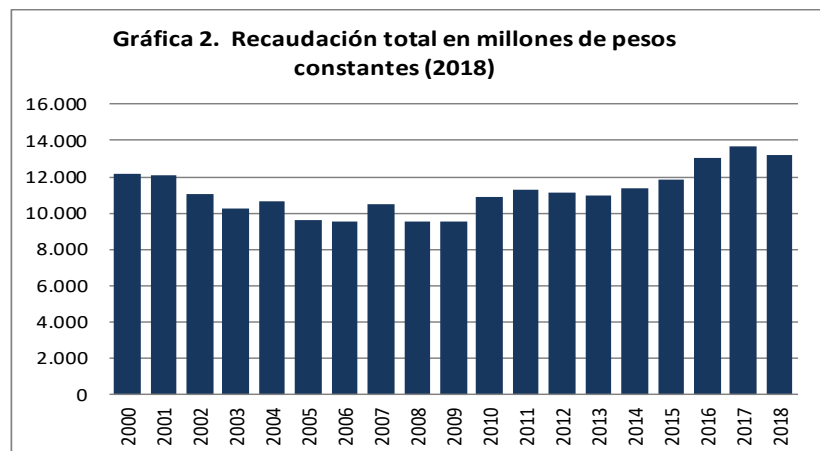
Del análisis de la gráfica 1, se puede observar que el monto de la Cesión prevista resultaría suficiente para atender las obligaciones de esta operación. Debería analizarse ahora qué tan significativo resulta el monto total de la cesión con respecto a la recaudación total de la OSE.



Fuente: Care en base al Modelo Financiero

La cesión se establece sobre la cobranza descentralizada, que representa hoy en día aproximadamente el 97% 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 Fideicomitidos, 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 2018 (deflactado por el índice general de precios al consumo).



Fuente: CARE en base a información de OSE. Año 2018 estimado.

Se observa que en pesos constantes el nivel esperado de recaudación para 2018 si bien mostraría una leve caída con relación a 2017 (-3,5%), se ubica muy por encima de los años más recientes y en niveles superiores también a los años previos a la crisis de 2002. Los niveles más bajos de recaudación (post-crisis), se ubicaron en 77% de lo que se recaudó en 2000 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 determinó que la recaudación en términos reales para 2017 estuviera un 12% por encima de 2016.

La recaudación del año 2017, la última con datos completos, convertida a Unidad Indexadas fue de UI 3.756 millones, y en el año de menor recaudación (2006), habría sido de UI 2.433 millones. La transferencia anual comprometida para el pago de los Títulos de Deuda es de UI 192 millones (cuatro cuotas de 48 millones de UI), por lo que el monto comprometido de la recaudación representa algo más del 5% de la recaudación actual y hubiera representado el 7,9% en los peores años de recaudación de los últimos 17 años.

Como ya fuera señalado, la OSE se compromete a ceder al fideicomiso cada tres meses hasta 48 millones de UI para el pago de intereses y amortización de los títulos de deuda y para cubrir costos de gestión y administración; según las necesidades 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).

<b>CUADRO 7. Cesión trimestral/recaudación del mes de la retención (miles de UI)</b>			
	<b>Recaudación 2017</b>	<b>Cesión</b>	<b>Porcentaje</b>
FEBRERO	341.555	48.000	14,1%
MAYO	328.890	48.000	14,6%
AGOSTO	272.821	48.000	17,6%
NOVIEMBRE	265.669	48.000	18,1%
<b>TOTAL</b>	<b>1.208.935</b>	<b>192.000</b>	<b>15,9%</b>

Fuente: OSE

Nota: recaudación descentralizada (no considera organismos oficiales)

En promedio, en los meses en que se realiza la retención los 48 millones de UI representa poco menos del 16% del total recaudado y en el mes que representa el mayor porcentaje, apenas supera el 18%.

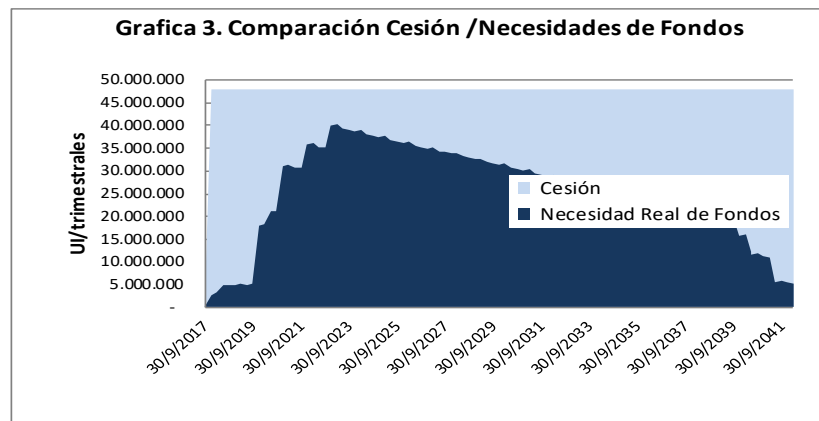
### Sensibilización

Al haberse ajustado la proyección de emisiones, CARE volvió a sensibilizar el flujo financiero.

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 que se emitan en el futuro, 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 (marzo de 2013), se requeriría un total de UI 40,2 millones de UI para hacer frente a los compromisos asumidos, contándose con un monto de 48 millones de UI. La situación mejora respecto del análisis realizado en oportunidad de la calificación original e incluso en la actualización de abril de 2018, ya que las primeras dos emisiones ya se realizaron y con tasas de interés relativamente más bajas que las proyectadas (3,95 y 3,55%). Por otra parte, no sería razonable suponer una tasa de 10% para los títulos de deuda en las condiciones actuales.



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 0<sup>4</sup>.

**CUADRO 8. Ingresos de la OSE abatidos en un 23% (millones de UI)**

<b>Total de Ingresos</b>	<b>2.445</b>
Compromiso anual del Fideicomiso	192
Rubro 0	1.047
<b>Diferencia</b>	<b>1.206</b>

Fuente: CARE en base a RAFISA, Estados Contables al 31/12/2017-OSE.

<sup>4</sup> El rubro 0 se estimó sumando el gasto de personal del costo de los servicios prestados y el gasto de personal de los costos de administración y ventas, que surge del Estado de Resultados de OSE al 31 de diciembre de 2017.

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 O (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. Una muestra de la situación fiscal actual y sus proyecciones se recoge en el cuadro siguiente:

<b>CUADRO 9 Proyecciones y expectativas - Oct. 2018</b>				
<b>A</b>	<b>Mundo (var. % c/ período previo)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
PIB mundial (vol. físico)		3,9	3,9	3,8
PIB países desarrollados		2,3	2,2	1,7
PIB Brasil		1,6	2,6	2,5
<b>PIB Argentina</b>		<b>(ver Nota)</b>		
Tasa interés FED cierre anual %		2,4	3,1	3,4
<b>B</b>	<b>Uruguay</b>			
PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota)		2,5	3,3	3,0
Exportaciones FOB bienes y serv.- Var.% c p. prev. En USD		8,7	7	8,0
Import. CIF bienes y serv var. % USD s/ Petróleo		8,7	8,0	9,0
IPC (var. % c/ período previo)		6,8	5,9	5,0
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)		6,6	9,7	6,9
IMS (var nominal anual)		1,3	1,8	2
Ocupación Var.% con período previo		-0,3	0,6	0,8
<b>C</b>	<b>Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)</b>			
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado		0	0,6	0,6
Res. Global - Sector Púb. Consolidado		-3,3	-2,8	-2,5
Deuda Bruta / PIB		48,7		
<b>D</b>	<b>Expectativas Enc. Mensual BCU 9/2018</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	
PIB (Var. Anual en vol físico)		1,7%	1,5%	
Empleo (Var. % /año previo)		-1,1%	0,1%	
IPC (variación prom. anual)		7,9%	7,6%	
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)		33,7	36,5	
Devaluac año calendario		17,2%	8,3%	
Resultado Global S. Público % PIB		-3,9%	-3,9%	

CARE en base a A: Update 7/2018 FMI para 2018 y 2019, 2020 Proy MEF Rend Ctas. 2017 en 5/9/2018; - B y C: . Proyecciones 2019 y 2020 MEF /P.E Rendición Ctas. 2017 con inf. Al 5/9//2018 2017. En D: Encuestas Expetativas BCU 9/2018. Nota 7-09-2018. EL 5/9/2018 el Ministro de Hacienda argentino corrigió un conjunto de proyecciones cuya importancia obligan a atenderlas también en su extensión a las proyecciones regionales. De ellas destacamos la referida a crecimiento proyectado para el año en curso y 2019: -2,4% y 0% respectivamente. En paralelo el Ministro Astori dicute en el las comisiones del P. Legislativo lo que pudieran ser el ajuste de las proyecciones oficiales para Uruguay. En esa línea de ajustes, en su informe del 3/10/2018, CPA Ferrere redujo nuevamente sus proyecciones de crecimiento para Uruguay 2018 y 2019 a 1,9% y 1,2% respectivamente.

*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 A- uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor<sup>5</sup>.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Prieto



Ct. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tambler

<sup>5</sup>. CATEGORÍA A- uy. Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. La inclusión del signo - indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior. **Grado de inversión con observaciones.**