

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS
A PARTIR DEL: “FIDEICOMISO
FINANCIERO I FONDO DE
INVERSION DEPARTAMENTAL”**

Montevideo, febrero de 2018

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
7	II LOS TÍTULOS DE DEUDA
8	III LA EMPRESA ADMINISTRADORA
10	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
12	V EL ENTORNO
14	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización Calificación de Títulos del
"FIDEICOMISO FINANCIERO I Fondo de Inversión Departamental"
19 de febrero de 2018**

OFERTA PUBLICA DE VALORES

Fideicomitente:	REPÚBLICA AFISA
Fiduciario:	REPÚBLICA AFISA
Entidad Registrante:	BEVSA
Agente Fiduciario:	BEVSA
Títulos emitidos:	Títulos representativos de deuda escriturales.
Activo Fideicomitado:	Flujo de fondos comprometido por la ley 18.565 consistente en nueve aportes anuales y consecutivos de UI 62.526.000 a ser efectivizados antes del 5 de noviembre de cada año.
Garantía:	Activo fideicomitado, en las condiciones establecidas en el Documento de Fideicomiso.
Moneda:	Pesos Uruguayos expresados en UI.
Importe de la emisión:	420.000.000 (UI cuatrocientos veinte millones) de valor nominal.
Interés:	5,50 % lineal anual en UI.
Amortización y Pago de Intereses:	Nueve cuotas anuales, la primera de UI 59.817.707,39 y 8 iguales y consecutivas de UI 60.000.000, el día 10 de noviembre de cada año.
Fecha de emisión:	30 de diciembre de 2009.
Fuente de repago:	Los recursos futuros comprometidos por la ley 18.565 de 11 de setiembre de 2009.
Pagos realizados:	hasta noviembre de 2017 inclusive.
Nota de Calificación:	AA uy
Vigencia:	hasta noviembre de 2018
Cotización bursátil:	BEVSA
Comité de calificación:	Martín Durán Martínez, Julio Preve
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

Resumen General

CARE actualizó la calificación de los títulos de deuda emitidos a partir del fideicomiso financiero del llamado Fondo de Inversión Departamental manteniendo la categoría AA uy de grado inversor.

El presente documento es la actualización del juicio de la calificadora, establecido con el fin de dar cumplimiento a lo dispuesto por el art. 76 del Título III (Régimen de Información Permanente) del Libro II (Valores y Emisores) de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, del Banco Central del Uruguay. A la vez, cumple con lo dispuesto por Artículo 59.8 del Manual de Registro de Emisores y Valores de la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

Del análisis del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, que ratifican los juicios expresados en el dictamen original y las revisiones posteriores, cabe destacar:

Respecto de los títulos de deuda se reitera:

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura.
- El cumplimiento con todas las obligaciones definidas desde el primer año.
- La liquidez adecuada en función de la naturaleza de los títulos que implicaría su fácil realización, sin perjuicio de las características del mercado uruguayo.

Respecto de la empresa administradora, República AFISA

- Inexistencia de riesgos vinculados a la capacidad de administración y cumplimiento con las obligaciones derivadas de su condición de empresa registrada en el BCU.

Respecto del activo subyacente y el flujo de fondos proyectado:

- El activo subyacente consiste en el flujo futuro de los nueve aportes anuales al llamado Fondo de Inversión Departamental (FID) provenientes de Rentas Generales (art.10 de la Ley 18.565) por la suma de 62.526.000 UI cada año y que hasta el momento se ha desembolsado puntualmente.
- No hay posibilidad de descalce de moneda.

Respecto del entorno:

- El riesgo político, entendido como la posibilidad de cambiar la ley que genera esta construcción financiera, se considera inexistente.
- La probabilidad de ocurrencia de una crisis fiscal, en los próximos meses en que debe cancelarse el Fideicomiso que estimulara a incumplir la norma que obliga a fondear al mismo es muy poco probable.

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 de oferta pública emitidos por República Administradora de Fondos S.A. por un monto de U.I. 420.000.000, provenientes de la securitización del Fideicomiso compuesto por el flujo de fondos comprometido en la Ley 18.565 consistente en nueve aportes anuales consecutivos de U.I. 62.526.000 (Unidades Indexadas sesenta y dos millones quinientos veintiséis mil) cada uno, a ser efectivizados antes del 5 de noviembre de cada año a partir del 5 noviembre de 2010. Los títulos de deuda están garantizados y son exclusivamente pagados con el activo fideicomitado, en las condiciones establecidas en el Documento de Fideicomiso Financiero suscrito el 18 de diciembre de 2009 y modificado el 22 del mismo mes y año.

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales, lo que configura el riesgo del inversionista.

En este caso se trató de una emisión de oferta pública, de títulos valores emitidos por República AFISA al amparo del artículo 25 de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003 que cuentan con el respaldo del patrimonio fideicomitado.

El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve. CARE contrató en su momento el asesoramiento jurídico del estudio "Herrera Profesionales Asociados", cuyo informe se presentó oportunamente y puede consultarse en el sitio web (www.care.com.uy)

2. Antecedentes generales

La ley 18.565 creó el llamado Fondo de Inversión Departamental (F.I.D.), como un patrimonio de afectación separado e independiente con destino a asistir financieramente a los Gobiernos Departamentales. El mismo se integra con los aportes provenientes de Rentas Generales (art.10) por la suma de nueve aportes anuales de 62.526.000 UI. Dicha ley estableció que el F.I.D. sería administrado por un fiduciario financiero profesional, autorizado a operar como tal por el BCU, función para la que fue designado República AFISA por el Comité Interinstitucional de Seguimiento del Fondo, creado también en la misma ley en el artículo 11. A los efectos del cumplimiento de sus objetivos el fiduciario ha procedido a securitizar los recursos provenientes de Rentas

Generales y en este caso el Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de las normas legales y reglamentarias que incidan sobre los ingresos o fondos afectados.

Por contrato de constitución de fideicomiso financiero República A.F.I.S.A. en calidad de fideicomitente cedió parte del flujo de fondos comprometidos por la Ley 18.565 consistente en nueve aportes anuales y consecutivos de UI 62.526.000 (Unidades Indexadas sesenta y dos millones quinientos veintiséis mil) cada uno, a ser efectivizados antes del 5 de noviembre de cada año a partir del 5 de noviembre del 2010. República A.F.I.S.A., en su calidad de fiduciario, emitió Títulos de Deuda contra el patrimonio de afectación constituido por los aportes futuros de Rentas Generales al F.I.D. Los ingresos provenientes de los inversores de los títulos emitidos fueron integrados al Fondo de Inversión Departamental, procediendo con el mismo en la forma indicada en su Reglamento, distribuyendo los fondos entre los Gobiernos Departamentales titulares del F.I.D. Asimismo ha recibido de Rentas Generales los aportes programados y con dichos recursos, ha hecho efectivos los pagos a los titulares de los Títulos de Deuda.

Esta obligación está al día, habiéndose cancelado el último vencimiento ocurrido en noviembre de 2017.

3. Objeto de la calificación e información analizada.

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 más los intereses pactados.

La información analizada en el momento de la calificación original fue la siguiente: contrato de constitución de fideicomiso; documento de emisión de títulos de deuda; documentación de la sociedad fiduciaria con antecedentes y acreditación de cumplimiento con las obligaciones legales; prospecto de emisión; entre otras. En las actualizaciones posteriores se tuvieron en cuenta los estados contables de la fiduciaria y el fideicomiso con los correspondientes informes de auditoría o revisión limitada según el caso.

- EE.CC del fideicomiso al 31/12/17¹
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/9/17
- Proyecciones de situación fiscal del país

¹. Versión aún no auditada

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos representativos de Deuda escriturales descritos en los documentos respectivos, analizados oportunamente en la calificación original.

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En función de los análisis realizados se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura sigue siendo *casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión de los beneficiarios constituye un atributo intrínseco favorable del “papel” que en este caso se verifica, sin perjuicio de las características de escaso desarrollo del mercado de capitales uruguayo que no aseguran su inmediata comercialización. *Riesgo bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC. intermedios al cierre del 30/9/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 549.195. Esto supone una disminución del orden del 1,5 % respecto al que tenía al 31/12/2016. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,71. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

CUADRO 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Sep-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Activo	618.745	636.880	714.204
Activo Corriente	211.077	219.778	457.830
Activo no Corriente	407.668	417.102	256.374
Pasivo	69.550	78.969	96.271
Pasivo Corriente	44.768	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.782	20.433	8.621
Patrimonio	549.195	557.910	617.932
Pasivo y Patrimonio	618.745	636.880	714.204
Razón Corriente	4,71	3,75	5,22

Fuente: EE.CC. RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una disminución en su facturación del orden del 16 % en el periodo cerrado a setiembre de 2017 respecto a igual período del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado ya que los gastos de administración y ventas se mantienen relativamente constantes. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a setiembre de 2017 y su comparativo con el mismo período de 2016 y el último ejercicio completo.

CUADRO 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Sep-17	30-Sep-16	31-Dec-16
Ingresos Operativos	197.194	234.357	307.513
Gastos de Adm y Ventas	(158.755)	(150.350)	(217.054)
Resultado Operativo	38.439	84.007	90.458
Resultados Diversos	339	3	84
Resultados Financieros	13.785	19.309	29.802
IRAE	(11.598)	(24.535)	(31.299)
Resultados del Ejercicio	40.965	78.785	89.044

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de setiembre de 2017, 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.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa fiduciaria está autorizada desde el año 2004 por el Banco Central de Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior resulta muy poco probable. *Riesgo casi nulo.*

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo de los nueve aportes anuales al llamado Fondo de Inversión Departamental (FID) provenientes de Rentas Generales (art.10 de la Ley 18.565) por la suma de 62.526.000 UI cada año, con garantía del Estado, los cuales se securitizaron. Dicha ley estableció que el FID sería administrado por un fiduciario financiero, en este caso República AFISA., que con aquella garantía emitió títulos representativos de deuda de oferta pública.

La emisión fue de 420.000.000 UI (cuatrocientos veinte millones de Unidades indexadas), con una tasa del 5,5 % anual lineal sobre la base de un año de 360 días y meses de 30 días; ya se realizaron las amortizaciones de capital y pago de intereses hasta el mes de noviembre de 2017 inclusive; restando en consecuencia una sola cuota de UI 60 millones, entre capital e intereses que deberá cancelarse en noviembre de 2018. En el siguiente cuadro se puede observar el cronograma completo de cancelación de los títulos.

CUADRO 3: Saldos a pagar				En miles de UI	
periodo	año	pagos	capital	intereses	saldo
0	2009				420.000
1	2010	59.818	39.926	19.892	380.074
2	2011	60.000	39.096	20.904	340.978
3	2012	60.000	41.246	18.754	299.732
4	2013	60.000	43.515	16.485	256.217
5	2014	60.000	45.908	14.092	210.309
6	2015	60.000	48.433	11.567	161.876
7	2016	60.000	51.097	8.903	110.779
8	2017	60.000	53.907	6.093	56.872
9	2018	60.000	56.872	3.128	0
Totales		120.000	110.779	9.221	

Fuente: RAFISA

En negrita se destacan los pagos ya efectuados, hasta el año 2017 inclusive; el próximo y último pago vence el 10 de noviembre de 2018.

En definitiva, se reitera el juicio anterior en que hasta la fecha los resultados exhibidos no ofrecen dificultades al cumplimiento de los compromisos por parte del Fideicomiso.

El Fideicomiso

Como se ha expresado, el Fideicomiso se viene desarrollando con total normalidad; en el cuadro siguiente se exponen las principales partidas de su situación financiera (según estado de situación financiera consolidada) de acuerdo al cierre al 31/12/17. Puede comprobarse, la solidez de su situación así como su alto grado de liquidez. Por otra parte, resta tan solo unos meses para su cancelación.

Cuadro 4: Situación financiera del fideicomiso (miles \$)

Concepto	31-Dec-17	31-Dec-16	361/12/15
Activo	289.997	468.446	596.190
Activo Corriente	289.997	268.809	236.303
Activo no Corriente	-	199.637	359.887
Pasivo	219.925	399.211	531.298
Pasivo Corriente	219.925	199.493	171.441
Pasivo no Corriente	-	199.718	359.857
Patrimonio	70.072	69.235	64.892
Pasivo y Patrimonio	289.997	468.446	596.190
Razón Corriente	1,32	1,35	1,38

Fuente: RAFISA, estados consolidados

Puede observarse en el cuadro precedente que el Fondo ya no tiene ni activos ni pasivos no corrientes puesto que sus obligaciones vencen en el correr del ejercicio en curso y en consecuencia se registran como activo y pasivo corriente.

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 tienen 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 la generación de flujos y la deuda se concretan en la misma moneda. *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 no tiene vínculo alguno con el desempeño de algún negocio o sector concreto a ser evaluado en su capacidad de generar flujos. No hay por tanto un mercado a analizar ya que el flujo se genera por disposición legal, y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos.

Riesgos considerados

En consecuencia no corresponde el análisis del llamado riesgo mercado, como no existe en consecuencia tampoco un análisis del llamado riesgo de políticas públicas sectoriales referidas a ese mercado.

Destaca en cambio el riesgo político, que en este caso a su vez se vuelve a descomponer en dos consideraciones.

1. Por una parte se puede 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.
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 público difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aún existiendo una ley, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al Fondo, que constituye la base del repago.

El aporte al FID fue creado por el artículo 10 de la Ley 18565. Esto determina una seguridad en su generación que deriva de la misma ley. En otras calificaciones análogas para fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras precisamente a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías como en este caso, como una fuente de importante seguridad de repago hasta ahora. A ello se suma el hecho que la operación del fondo beneficia a todas las intendencias municipales, en las que están representados todos los partidos políticos.

También hay que sumar el compromiso explícito del Estado acerca del mantenimiento de las normas, tal como se recoge en el art. 3 de la referida Ley, cuyo inciso 3 se vuelve a transcribir:

“En el caso en que se proceda como en este caso a la securitización de los recursos provenientes de Rentas Generales, el Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de las normas legales y reglamentarias que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse los valores correspondientes.”

Con respecto a los temas presupuestarios, el comportamiento de la actual administración, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro grave de desequilibrio interno a partir de políticas domésticas.

El país mantiene el grado inversor en tres calificadoras de riesgo, todo lo cual sugiere que aun cuando se registraran déficits estos podrían ser financiados sin mayores problemas. No debe olvidarse además, que la emisión en moneda nacional hace menos relevante en una situación crítica, la necesidad de financiamiento externo en moneda extranjera.

A continuación se exponen proyecciones de ciertas variables económicas y financieras para Uruguay y resto del mundo.

CUADRO 5 Proyecciones y expectativas			
A Mundo (var. % c/ período previo)	2016	2017	2018
PIB mundial (vol. físico)	3,1	3,5	3,6
PIB países desarrollados	1,7	2,0	2,0
PIB Brasil	-3,6	0,3	2,8
PIB Argentina	-2,3	2,5	2,4
Tasa depósitos en U\$S USA 6M %	1,4	1,3	2,8
B Uruguay			
PIB (var. % c/ período previo) Vol. físico	1,5	1,0	2,0
PIB en en Miles Mills \$	1.581	1.815	2.013
Exportaciones- Vol. Físico var.% c p. prev.	-8,1	2	4,5
IPC (var. % c/ período previo)	8,1	8,4	7,3
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	-3,2	-0,4	8,4
IMS (var real anual)	1,6	2,7	1,5
Ocupación Var.% con período previo	-0,3	0,1	0,5
C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)			
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	-0,5	-0,4	0,4
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-3,9	-3,6	-2,9
Deuda Bruta / PIB	63,0	60,4	62,9
D Expectativas Enc. Mensual BCU 12/2017	2017	2018	
PIB (Var. Anual en vol físico)	3,2%	3,2%	
IPC (variación prom. anual)	6,3%	6,9%	
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)	29,6	32,0	
Devaluac año calendario	1,2%	8,1%	
Resultado Global S. Público % PIB	-3,5%	-3,3%	

CARE en base a A: Update 1/2017 FMI para 2016 y 2017 WE Outlook- Act 13/9/17 . - B y C: Res. Finales 2016 Exclusivamente PIB % y \$ corrientes BCU (23-3-17. , otros MEF /PE Mensaje presupuestal actualizados para las Ctas. Nacionales a inf. disponible al 5/4/2017 c/ act real TC e IPC 2016, BCU, En D.: Encuesta Expec. BCU 21-11- 2017.

A la probabilidad no nula pero baja de registrarse un quebranto no financiable en las cuentas públicas - menos probable aún al pagarse en el caso del fondo en moneda nacional ajustable por inflación- los antecedentes sugieren evaluar la posibilidad no de un incumplimiento, sino de una postergación del mismo. Aún esta posibilidad es remota ya que la estabilidad de las intendencias – aunque afectada indirectamente- y en especial la suerte de jubilados y pensionistas, seguramente constituirían un elemento de priorización política de este tipo de gasto.

En consecuencia el riesgo político, descompuesto en sus dos partes como se señaló, se considera casi nulo.

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, 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 la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; teniendo presente el desempeño de este año; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos mantienen la calificación AA y de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor².

Comité de Calificación



Ing. Julio Freyre



Cr. Martín Durán Martínez

². CATEGORÍA AA (90 a 94.9 puntos). Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. **Grado de inversión óptimo con observaciones.**