

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

Montevideo, Abril de 2018

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II LOS TÍTULOS DE DEUDA
12	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
24	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE
"FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I DE OFERTA PUBLICA"
05-de abril -2018**

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 las licitaciones. La tasa de la licitación de la primera serie fue 3.95%.
Gracia:	24 meses desde la fecha de emisión de cada serie.
Fiduciario:	RAFISA
Entidad Registrante y Representante:	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A- uy
Vigencia de la calificación:	hasta noviembre 2018.
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Generadas 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" con la categoría A- uy de grado inversor.

Este ligero incremento en la nota se justifica en que se comenzó a cumplir con el programa de emisión y el organismo comenzó a ejecutar en los plazos establecidos en forma razonable.

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 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.

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 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.
- La cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente.
- 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.
- La recaudación anual comprometida para el pago de los títulos de deuda representa un 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. Lo anterior supone una mejora respecto de la calificación original.
- 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".

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 juicio¹.

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 corresponde².

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 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 que serán 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 se fija en el momento de la emisión. A los efectos de realizar las proyecciones financieras

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.

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%).

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

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.

ii. Hechos salientes del período.

El 13 de setiembre de 2017 se realizó la primer emisión del Fideicomiso (Serie I), que fue por 250 millones de unidades indexadas. Para el año 2018 está prevista la emisión de una nueva Serie (también por 250 millones de UI), que permitirá continuar el cronograma de obras.

El destino de los fondos obtenidos de la Serie I, de acuerdo a lo previsto originalmente se destinó al cumplimiento de los siguientes objetivos:

- Apoyo al financiamiento de Inversiones (se detallan las más destacadas).
 - 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.

- PTARD de la ciudad de Salto y Vergara
 - Acciones en redes de agua no contabilizada (RANC) en Salto, La Paz, Las Piedras y Montevideo (zona centro)
 - Plantas de agua potable en Treinta y Tres, y en Durazno.
 - Obra de nueva toma de Planta Potabilizadora de Aguas Corrientes.
 - Sustitución de tuberías de agua potable en la ciudad de Montevideo y varias localidades del interior del país.
 - Sistema de distribución de agua en la ciudad de Young.
 - Saneamiento en la población de Aceguá.
- **Consolidación de aspectos financieros.**
 - Operaciones de cancelación anticipada de deudas.
 - Reestructuración de pasivos en moneda y plazo.

CUADRO 1: Uso de fondos de la primer emisión

	millones UI	Millones \$
Fuentes		
Monto total de la emisión (*)	272,29	1.000,93
<i>Subtotal Fuentes</i>	<i>272,29</i>	<i>1.000,93</i>
Usos		
Retenciones pagos emisión		9,15
Reingeniería Financiera		198,00
Inversiones a enero 2018		148,51
Inversiones a realizar (en ejecución)		645,27
<i>Subtotal Usos</i>		<i>1.000,93</i>

Fuente: CARE en base a OSE

(*) incluye sobreprecio obtenido

Se observa en el cuadro que existe un saldo importante por desembolsar, el cual la OSE explica a requerimiento de CARE que ello se debe a atrasos en algunas aprobaciones ambientales, y también a que los desembolsos de las obras se realizan una que vez se verifican los avances en las mismas, lo que estaría por ocurrir.

Para el año 2018 está prevista la realización de obras por un valor total de 130 millones de dólares, para lo cual se emitirá la serie II, a los efectos de reforzar el presupuesto de la OSE para inversiones.

Los destinos del saldo de la serie I y de la serie II a ser ejecutados en 2018 son los siguientes:

- Continuación de las obras realizadas en 2017
- Inicio de nuevas obras:
 - 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 Readequación del Colector Perimetral Este y Sistemas de Bombeo asociado a la ciudad de Pando.
 - o Ampliación y mejoras en el tratamiento de la Planta Potabilizadora de Aguas Corrientes
 - o Troncales en Montevideo e interior del país.
 - o Sustitución de tuberías de agua potable en la ciudad de Montevideo y varias localidades del interior del país.
- Reingeniería Financiera (plazos, tasas, monedas) e incremento de capital de trabajo (por aumento de capacidad instalada y crecimiento estructural de costos fijos).

3. Información analizada.

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:

- Informe de avance al 31/01/2018 elaborado por OSE.
- Entrevista con la Gerencia Financiera de OSE.
- Estados financieros del fidecomiso auditados al 31/12/17.
- EE.CC auditados de la fiduciaria al 31/12/17
- Balance de OSE al 31/12/16

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se ofrecieron en oferta pública la primera emisión de Títulos de Deuda (serie I), por un total de 250 millones de UI, en el dominio fiduciario del "FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I.

1. Descripción general

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. 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%. La fuerte demanda por los valores determinó que se adquirieran a un precio promedio general de 108,91%, que determinó un rendimiento de 3,06% a los inversores (la misma tasa que los bonos soberanos).
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:** A- uy

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). 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 al cierre del 31/12/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 555.505, prácticamente igual que el año anterior. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,31. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente

CUADRO 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Activo	637.392	636.880	714.204
Activo Corriente	249.236	219.778	457.830
Activo no Corriente	388.155	417.102	256.374
Pasivo	81.887	78.969	96.271
Pasivo Corriente	57.829	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.058	20.433	8.621
Patrimonio	555.505	557.910	617.932
Pasivo y Patrimonio	637.392	636.880	714.204
Razón Corriente	4,31	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 12 % respecto al ejercicio 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 diciembre de 2017 y su comparativo con los dos ejercicios anteriores.

CUADRO 3: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Ingresos Operativos	270.590	307.513	321.020
Gastos de Adm y Ventas	(225.274)	(217.054)	(206.613)
Resultado Operativo	45.316	90.458	114.408
Resultados Diversos	622	84	41
Resultados Financieros	17.636	29.802	84.555
IRAE	(16.323)	(31.299)	(49.938)
Resultados del Ejercicio	47.251	89.044	149.066

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 31 de diciembre 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.

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. Transcurrido un año desde entonces y con los EE.CC del organismo al 31/12/16 a la vista, se constata una mejora sustancial en los resultados lo que fortalece dicha conclusión. Esto se puede ver en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Resultados integrales (millones de \$)			
Conceptos	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Ingresos operativos	10.892	9.996	8.632
Costo servicios prestados	(4.803)	(4.564)	(4.430)
Resultado Bruto	6.089	5.431	4.202
Gastos de Administración y Ventas	(5.446)	(5.038)	(4.547)
Resultados Operativos	643	393	(345)
Resultados diversos	71	92	100
Resultados financieros	24	(1.350)	(909)
Resultados antes de impuestos	738	(865)	(1.154)
IRAE	538	700	998
Resultado del Ejercicio	1.276	(165)	(156)
Otros resultados integrales	2.113	858	693
Resultado del Ejercicio Integral	3.389	693	537

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 y su evaluación sigue siendo positiva.

c. El Fideicomiso

El Fideicomiso se constituye 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.

En consecuencia, el ejercicio iniciado el 1/1/17 fue el primero por lo que no corresponde realizar EE.CC comparativos con el ejercicio anterior.

Su estado de situación al cierre de 2017 se resume en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)	
Conceptos	31/12/2017
Activo	1.019.253
Activo Corriente	16.876
Activo no Corriente	1.002.377
Pasivo	1.017.990
Pasivo Corriente	15.613
Pasivo no Corriente	1.002.377
Patrimonio	1.263
Pasivo y Patrimonio	1.019.253
Razón Corriente	1,08

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 habiéndose recibido UI 272.287.230, la diferencia se computó como prima de emisión. De acuerdo a lo establecido en el artículo 14 del contrato, el monto de la emisión, una vez deducidos los gastos, fue transferido al Fideicomitente para el cumplimiento de sus fines. De esto se da cuenta en otra sección de este informe.

Estos valores se amortizarán en 22 años con un periodo de gracia para el pago de capital de 24 meses desde la fecha de emisión (la amortización trimestral de capital comienza el 30/9/19); no así en el pago de intereses que se pagarán en cuotas trimestrales a partir del 30/9/17 por lo que se registraron pagos por este concepto por UI 438.889. La cuota vencida el 31/12/17 se canceló el 2/1/18 por ser feriado el vencimiento. Para hacer frente a estos compromisos, durante el ejercicio se recibieron fondos provenientes de la cobranza de OSE (bienes fideicomitados) por un monto equivalente a UI 3.537.013.

El cronograma de pago de los títulos hasta ahora emitidos es el siguiente.

Cuadro 6: cronograma cancelación de títulos (miles UI)

Periodo	Amortización	Intereses	Total
2018		9.875	9.875
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
Totales	250.000	114.796	364.796

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

La tasa de interés nominal aplicable en la primera serie fue de 3,95 % lineal anual y es la que se aplicó para el cálculo del cuadro precedente; la tasa efectiva, en cambio, en función de dicha emisión fue de 3,11 % anual en UI.

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 ha realizado la primer emisión y se proyecta la segunda para 2018 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 ajustó 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 la serie I es la real obtenida mientras que las otras son proyecciones sobre la base de un criterio conservador. Se supuso un interés mayor (4,5%) al obtenido en la emisión de 2017, pero igualmente muy inferior a las tasas consideradas en el prospecto original. Esta tasa del 4.5% responde a un criterio conservados, ya que no existen por el momento elementos que lo justifiquen.

CUADRO 7.- Proyección de las emisiones

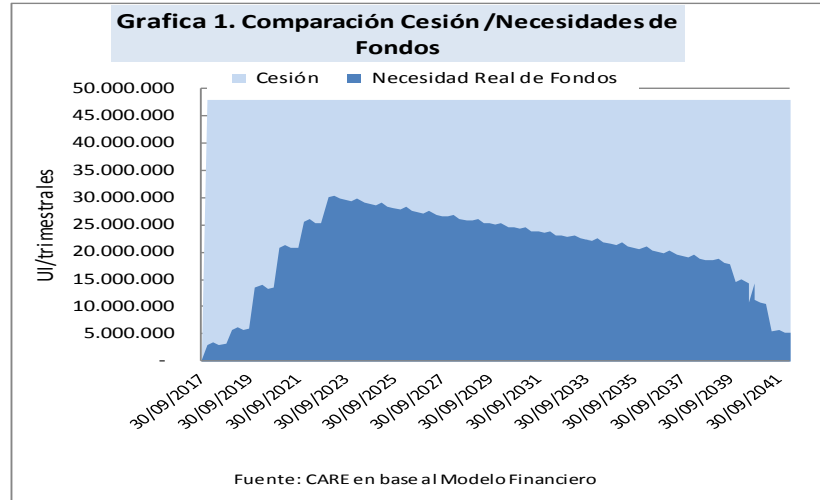
SERIE	Fecha emision	Emision UI	
		Tasa de Interes	Monto miles de UI
I	13/09/2017	3,95%	250.000
II	30/09/2018	4,50%	250.000
III	30/09/2019	4,50%	400.000
IV	30/09/2020	4,50%	400.000
TOTAL			1.300.000

Fuente: 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.

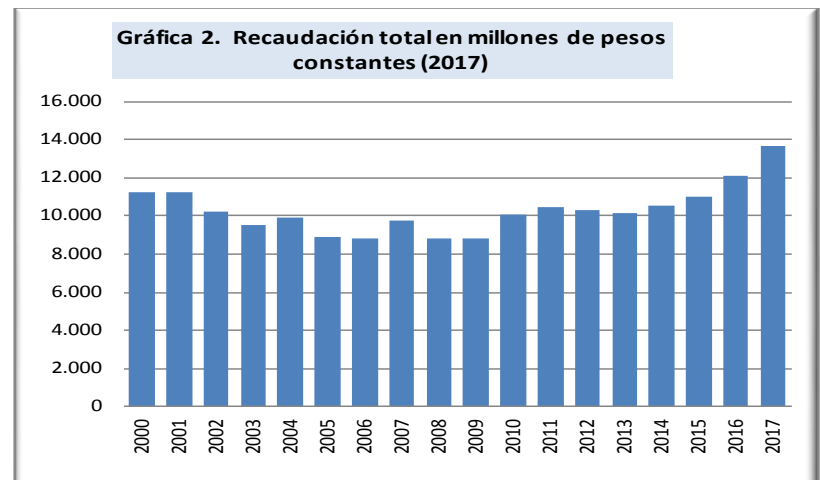
Para hacer frente a estos compromisos, el fideicomiso cuenta con la cesión de un flujo de fondos libre de obligaciones y gravámenes de los créditos que la OSE tiene derecho a recibir de los Agentes Recaudadores de cobranza descentralizada, por un importe trimestral de UI 48.000.000, que será transferido 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 poco más de 118 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.



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 2017 (deflactado por el índice general de precios al consumo).



Fuente: CARE en base a información de OSE

Se observa que en pesos constantes el nivel actual de recaudación de la OSE 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 "cargo 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, 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 el 5,1% 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 representa poco menos del 16% del total recaudado y en el mes que representa el mayor porcentaje, apenas supera el 18%.

CUADRO 8. Cesión trimestral/recaudación del mes de la retención (miles de UI)

	Recaudación 2017	Cesión	Porcentaje
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%
TOTAL	1.208.935	192.000	15,9%

Fuente: OSE

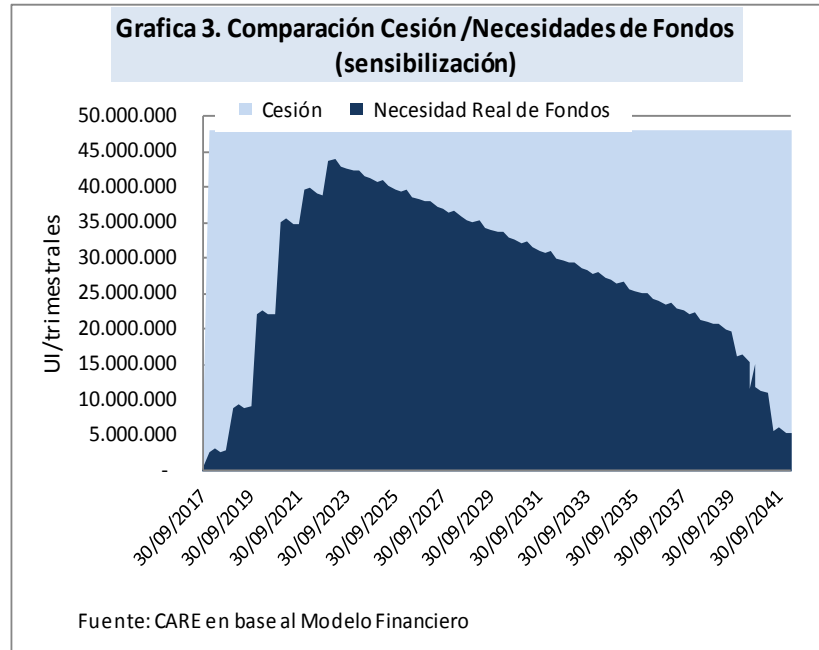
Nota: recaudación descentralizada (no considera organismos oficiales)

Sensibilización

Al haberse modificado 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 (diciembre de 2022), se requeriría un total de UI 43,5 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, ya que la primer emisión ya se realizó a 3,95% de interés. Por otra parte, no sería razonable suponer una tasa de 10% para los títulos de deuda en las condiciones actuales.



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 0³.

CUADRO 9. Ingresos de la OSE abatidos en un 23% (millones de UI)	
Total de Ingresos	2.445
Compromiso anual del Fideicomiso	192
Rubro 0	1.106
Diferencia	1.147

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

³ . 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 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.

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 inversor⁴.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pflue



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tambler

⁴. 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.**