

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO
GRINOR CIUDAD DE LA COSTA”**

Montevideo, setiembre de 2018

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II LOS TITULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
24	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa”
07- de setiembre - 2018**

Plazo:	20 años luego del plazo de gracia
Títulos representativos	de deuda escriturales de oferta pública por un monto de UI 231.472.516
Activos Fideicomitidos:	Derechos de crédito transferidos por GRINOR derivados de la cesión de créditos futuros de la IC.
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management
Fideicomitente:	GRINOR S.A.
Amortización de Capital:	20 cuotas anuales en UI a partir del vencimiento del período de gracia (2/5/2017)
Pago de intereses:	junto con el capital en 20 cuotas anuales en UI, iguales y consecutivas a partir de la finalización del período de gracia.
Tasa:	nominal del 5.4% anual para las emisiones realizadas.
Plazo de gracia:	Desde la inicio hasta la 1er. Fecha de Pago (mayo de 2017) período en que no se pagó ni capital ni intereses los que se capitalizaron.
Asesor jurídico calificación:	Dr. Leandro Rama
Entidad Registrante y Representante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Calificación:	A uy
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril de 2019 ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Generadas por Intendencias Departamentales

¹ La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE.

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo, ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa" manteniendo la categoría A (uy) de grado inversor.

El objeto de esta emisión consistió esencialmente en la generación de recursos con la finalidad de obtener financiamiento para ejecutar diversas obras en la Ciudad de la Costa según Licitación Pública Internacional No. 101/14 convocada por la Intendencia de Canelones (IC) en el mes de marzo de 2014.

Las mismas se han ejecutado completamente y a satisfacción de la IC.

A tales efectos la IC cedió créditos provenientes de la cobranza futura descentralizada de tributos departamentales a favor del adjudicatario de la licitación (GRINOR S.A.) quién a su vez los cedió al "Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa" constituido el 23/10/2014, a fin de que la fiduciaria procediera a su securitización mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública en los términos contenidos en el Contrato de Fideicomiso.

En su calidad de Fideicomitente, GRINOR S.A. firmó un Contrato de Fideicomiso Financiero con EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante EFAM o el Fiduciario). Mediante el mismo, GRINOR S.A. se comprometió transferir al FF un flujo de fondos futuro por hasta el equivalente en UI de \$ 661.664.000 proveniente de la cesión de que fuera objeto por parte de la IC de sus ingresos por tributos municipales; con el respaldo del patrimonio fideicomitado, la Fiduciaria ha realizado las emisiones de títulos de deuda de oferta pública en los términos y condiciones establecidos en el contrato, y lo hizo hasta completar el total de la obra adjudicada, hecho que ya ocurrió. Sobre un monto total autorizado de hasta UI 240.000.000, la emisión final alcanzó la cifra de UI 231.472.516. Asimismo, emitió Certificados de Participación (CP) por el eventual remanente que se colocaron en forma privada. Estos CP's no se califican.

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avaló en su momento el informe jurídico realizado por el Asesor Legal de CARE Dr. Leandro Rama en ocasión de la calificación realizada en octubre de 2014 y que se incluyó como anexo de la misma.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente.
- La liquidez adecuada del papel en función de su naturaleza sin perjuicio de las características del mercado de valores Uruguayo que no permite garantizarla.
- Las obras, como se ha dicho han culminado satisfactoriamente y antes de los plazos previstos fijándose el monto final de la emisión y el cronograma definitivo de pagos que cancelan los títulos con los intereses correspondientes así como el cronograma definitivo de cesiones a percibir por parte del fideicomiso. Los títulos emitidos fueron unificados en uno solo a partir de mayo de 2018.

Respecto de los flujos proyectados:

- Practicado el análisis de suficiencia por parte de CARE no se encontraron dificultades para que la IC pudiera cumplir con los recursos fideicomitidos a que se compromete en esta operación
- No configura un escenario probable una caída de la recaudación descentralizada que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas. Antes bien, la misma hasta la fecha ha sido creciente en términos reales.
- Las obligaciones emergentes de este y otros fideicomisos que se encuentran operativos, afectan aproximadamente el 12,5 % de los ingresos totales de la IC y 27 % de la cobranza descentralizada en el año de mayor cesión. En ninguna hipótesis de las analizadas se compromete la cobertura del Rubro 0.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Este instrumento de financiación contó con el apoyo exigido de dos tercios de votos de la Junta Departamental (como mínimo). Una vez aprobado el mismo y habiéndose cumplido los compromisos de realización de obra que de él se derivan no parece probable que en un escenario futuro de sucesivos cambios en la conducción política del Departamento, se repudie lo actuado al punto de comprometer obligaciones contractuales legítimas.

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 EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante EFAM o el Fiduciario) por un monto total de hasta UI 240.000.000 (doscientos cuarenta millones de Unidades Indexadas). Esta cifra surge del prospecto informativo presentado al BCU y representa el monto máximo estimado para financiar por parte de GRINOR S.A una serie de obras según Plan de Obras adjudicado por la IC en Licitación Pública Internacional No. 101/14 en la modalidad de pago financiado. Los títulos se emitieron con el respaldo de los componentes del presente Fideicomiso Financiero.

Los Activos del Fideicomiso son: los derechos de crédito transferidos por GRINOR al patrimonio del Fideicomiso, derivados de la cesión de créditos futuros de la Intendencia de Canelones bajo el Contrato de Arrendamiento de Obra y el Contrato de Cesión de Créditos, por las Unidades Indexadas equivalentes a la suma de \$ 661.664.000 (Pesos Uruguayos seiscientos sesenta y un millones seiscientos sesenta y cuatro mil) correspondientes al total de los importes financiados de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada presentado por GRINOR y aceptado por la Intendencia en los términos previstos en el Contrato de Arrendamiento de Obra, convertidos a Unidades Indexadas a la cotización vigente a la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada, más los intereses a la tasa del 6,95% efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada.

Culminadas las obras y, en consecuencia, las emisiones de títulos (Series 1 a 16) se alcanzó un total emitido de UI 231.472.516 lo que determinó que las 20 cuotas fijas anuales a ceder por parte de la IC asciendan a la cantidad de UI 20.977.076 cada una; esto es lo que recibirá el fideicomiso, por su parte, las 20 cuotas anuales que deberá pagar el fideicomiso para cancelar los títulos con sus intereses se fijaron en UI 19.928.033.

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 juicio².

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 corresponde³.

² La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera o una recomendación de inversión.

³ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

La presente fue una emisión de oferta pública, de títulos valores emitidos por EFAM al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizarán en un plazo de 20 años con un período de gracia que vence el segundo día hábil del mes de mayo de 2017, fecha del primer pago, siendo la fecha del último pago el segundo día hábil del mes de mayo del año 2036. Las amortizaciones se harán en 20 cuotas anuales iguales y consecutivas una vez finalizado el período de gracia (finalizado en mayo de 2017) y comprenderán amortización de capital e intereses. Durante el período de gracia no se amortizó el capital ni se pagaron los intereses, los que fueron capitalizados.. La tasa de interés fue determinada por el Fiduciario, previo a cada emisión. La misma fue fijada en 5.4% anual.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los técnicos 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, y por el Ing. Julio Preve. CARE contó con el asesoramiento legal del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjuntó como Anexo 1 en el informe de calificación original.

2. Antecedentes

En marzo de 2014 la Intendencia de Canelones realizó la Licitación Pública Internacional N° 101/14 de la cual fue adjudicatario GRINOR S.A. mediante Resolución Administrativa N° 14/06406 de 25/9/2014, y para la cual se firmó con fecha 3 de octubre de 2014 el Contrato de Arrendamiento de Obra correspondiente a dicha licitación.

En la Licitación se previó que el pago del precio del Contrato de Arrendamiento de Obra se realizaría mediante: a) pagos en efectivo (Pago Contado por Avance de Obra) y b) cesión de créditos de cobranza descentralizada (Pago Financiado); ambos de acuerdo al avance de obra que se certifique. Dichos avances se certificarán a través de Certificados Mensuales de Obra Ejecutada elaborados por GRINOR y aprobados por la IC. En cada pago correspondiente a cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada, la Intendencia podría optar por aplicar el Pago Financiado o el Pago Contado por Avance de Obra por los montos que entendiera conveniente en cada oportunidad.

En otros términos, el adjudicatario (GRINOR S.A.) se constituyó en Fideicomitente cediendo al fideicomiso los créditos que la IC le cedió a ella. Cuando la IC opta por el Pago Financiado significa que el pago de los certificados lo hace el fideicomiso.

A tales efectos, con fecha 3 de octubre de 2014 la Intendencia y el Fideicomitente firmaron un Contrato de Cesión de Créditos a través del cual la Intendencia cedió y transfirió a GRINOR créditos derivados de la Cobranza Descentralizada por hasta la suma de Unidades Indexadas (UI) equivalentes a la suma de \$ 661.664.000 (Pesos Uruguayos seiscientos sesenta y un mil millones seiscientos sesenta y cuatro mil). Esto se corresponde con el total de los importes financiados de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutado

presentado por GRINOR y aceptado por la Intendencia en los términos previstos en el Contrato de Arrendamiento de Obra, convertidos a UI a la cotización vigente a la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutado, más los intereses a la tasa del 6,95% efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada certificado de avance de obra (los "Créditos Cedidos").

Por otra parte, el plan de emisión de los títulos fue diseñado de forma tal que se haría la emisión en forma simultánea con la integración y conjuntamente con la presentación y aprobación de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada que determinaría el monto exacto. Las partes estimaron que a lo largo del período de ejecución de las obras (unos 30 meses) el monto a emitir sería de UI 223.668.106. La suscripción de los títulos a emitirse, es decir, el compromiso asumido por los adquirentes se hizo previamente por la totalidad de forma tal de otorgar certezas al fideicomiso de que una vez realizada la emisión se hará la integración.

Registrada la oferta en el BCU, la Fiduciaria informó que hubo compromisos de integración (suscripción) por un total de UI 240.000.000 distribuidos entre dos inversores (UI 33 millones y 207 millones respectivamente).

A junio de 2016 se habían emitido 16 series, la última de las cuales fue el 25/4/16 en función del último certificado de obra ejecutada presentado y cedido por Grinor el 31/3/16 dándose por culminadas las obras objeto de esta operación lo que implicó una emisión de títulos por un valor de UI 231.472.516.

La cesión de créditos de la cobranza descentralizada tendría la prelación existente a la fecha de la firma del Contrato por el que se constituye este fideicomiso, frente a otras cesiones de tributos existentes o que pudieran existir en el futuro. A tales efectos las partes acordaron notificar a los Agentes de Recaudación de la cesión de créditos.

GRINOR firmó el Contrato de Fideicomiso con EFAM a quien cedió los créditos recibidos (bienes fideicomitados) por la IC. La finalidad del Fideicomiso es la obtención de financiamiento a largo plazo a efectos de abonar los costos de las obras bajo la Licitación, todo esto mediante la securitización de los créditos, a través de la emisión por oferta pública por parte del Fiduciario de Títulos de Deuda garantizados con los bienes fideicomitados transferidos por el Fideicomitente (GRINOR).

Posteriormente a esta operación, se acordó su continuidad en otra completamente análoga que también fue calificada por CARE con nota de grado inversor.

2.1 Otros Compromisos de la IC⁴

La IC ha realizado varias operaciones financieras por las cuales ha cedido parte de la cobranza futura de sus tributos por lo que parece pertinente llevar una relación de todas ellas. El orden de prelación lo determina el orden cronológico en que fueron implementadas y así se presenta, de izquierda a derecha, en el Cuadro 1. CARE, en tanto calificador de algunas de ellas posee información proporcionada por República AFISA de aquellas que a la fecha se encuentran vigentes (entre paréntesis se informa el año de vencimiento)

⁴ La IC informó a CARE que no hay más cesiones de tributos que las que acá se mencionan

- Costaplan (2033)
- Reintegro a la Intendencia de Montevideo (2020)
- FF Canelones I (Reestructuración de Pasivos) Series 1 y 2 (2026)
- Canelones II (Obras) Serie 1 (2032)
- Canelones II (Obras) Serie 2 (2033)
- UTE Alumbrado Público (2035); en esta operación, la cesión de tributos es en garantía subsidiaria.
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa (2036)
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa II (2036)
- Fideicomiso Financiero Canelones III (2037)

En el cuadro siguiente se incluyen todas las cesiones que hasta el momento tiene comprometidas la IC. Más adelante, en la sección correspondiente se analiza la incidencia de todas ellas en las finanzas de IC.

Cuadro 1. Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI)

año	Costaplan	IMM	Canelon I	Canelon II	Grinor I	Grinor II	UTE	Canelon III	Totales
2018	18.000	13.200	33.900	51.000	20.977		10.217	3.000	150.294
2019	18.000	13.200	33.720	50.000	20.977	19.992	10.217	43.800	209.906
2020	18.000	13.200	33.720	47.500	20.977	19.992	10.217	64.200	227.806
2021	18.000		33.720	47.500	20.977	19.992	10.217	64.200	214.606
2022	15.600		33.720	46.000	20.977	19.992	10.217	64.200	210.706
2023	15.600		33.720	44.000	20.977	19.992	10.217	64.200	208.706
2024	15.600		33.720	42.000	20.977	19.992	10.217	64.200	206.706
2025	15.600		32.520	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	204.006
2026	15.600		29.810	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	201.296
2027	15.600			38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	169.486
2028	15.600			37.000	20.977	19.992	10.217	64.200	167.986
2029	15.600			36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	167.486
2030	15.600			33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	164.486
2031	15.600			31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	162.486
2032	15.600			22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	153.486
2033	11.700			7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	134.086
2034					20.977	19.992	10.217	64.200	115.386
2035					20.977	19.992		64.200	105.169
2036					20.977	19.992		64.200	105.169
2037								21.400	21.400
Totales	255.300	39.600	298.550	615.500	398.563	359.856	173.689	1.159.600	3.300.658

Fuente: Care en base a RAFISA y EE.CC de fideicomisos

En agosto de 2014 se crea el “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público” por el cual la IC cede también (en garantía), parte de su cobranza descentralizada. Esto se incluye en este cuadro; en realidad se trata de un supuesto conservador ya que dicha cesión es en carácter de garantía subsidiaria de una forma de pago que CARE, como calificador de ese fideicomiso, juzgó suficiente, lo que hasta el presente se ha verificado en los hechos. La cuota anual comprometida por la IC en ese fideicomiso asciende a la cantidad de miles de UI 10.217 que, se reitera, tiene su propia fuente de financiamiento y que, en principio no afecta sus tributos.

3. Objeto de la calificación, 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 en las condiciones de interés, plazo, gracia, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada en esta oportunidad incluye los siguientes documentos:

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE del “Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Canelones I” Series 1 y 2; del “Fideicomiso Financiero de Obras Viales e Infraestructura del Departamento de Canelones”; del “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público”; del “FF Ciudad de la Costa Grinor II” y “FF Canelones III”
- Calificación de este Fideicomiso realizada por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Información actualizada de la cobranza descentralizada por parte de la IC.
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/06/18
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/18

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que fueron adquiridos por el o los beneficiarios financieros. Los bienes fideicomitados para el pago de dichos títulos están constituidos por flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de la recaudación correspondiente y necesaria de tributos municipales provenientes de la cobranza descentralizada.

1. Descripción General

Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

Títulos :	Títulos representativos de deuda escriturales
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
Monto de la Emisión:	UI 231.472.516
Interés:	5.4 % nominal anual en UI.
Plazo:	Hasta la liquidación del Fideicomiso o 30 años
Plazo de gracia:	Hasta la fecha del primer pago, 2/5/2017 y por consiguiente ya vencido
Pago de intereses:	Junto con la amortización de capital en 20 cuotas anuales, iguales y consecutivas a partir del 2/5/2017 y hasta el 2/5/2036
Amortización del capital:	Idem pago de intereses
Fecha de Pago:	Los segundos días hábiles del mes de mayo entre 2017 y 2036
Garantía:	Los bienes fideicomitados
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo SRL.
Calificación de Riesgo:	A (uy)
Registro:	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

2. Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos y de un financiamiento a largo plazo que trasciende el período de la actual administración municipal, 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 del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó el informe original de calificación por lo que se considera innecesario reiterarlo acá. Se transcribe su conclusión:

“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el 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 y el tiempo transcurrido se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es muy poco probable. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión de los beneficiarios constituye un atributo favorable intrínseco a los títulos por como se lo ha diseñado, aún teniendo presente las características de escaso desarrollo de nuestro mercado de capitales que no permite garantizar su inmediata comercialización. *Riesgo bajo.*

III. ADMINISTRACIÓN

En este caso se analizan dos empresas. Por un lado la encargada de administrar el fideicomiso (la fiduciaria) y por otro, la empresa constructora, adjudicataria de la licitación pública para la construcción de las obras y fideicomitente de los tributos que le fueran cedidos por la IC. Si bien la gestión de GRINOR no se vincula estrictamente con el riesgo de repago de los títulos emitidos, su actuación condiciona la existencia misma del fideicomiso.

a) La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2018 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

Cuadro 2: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo Corriente	12.976	9.391	12.515
Activo no Corriente	93.810	81.968	79.870
Total Activo	106.786	91.360	92.385
Pasivo Corriente	16.861	13.068	12.998
Pasivo no Corriente	62.779	52.817	55.330
Total Pasivo	79.641	65.885	68.328
Patrimonio	27.145	25.474	24.056
Total Pasivo y Patrimonio	106.786	91.360	92.385
Razon Corriente	0,77	0,72	0,96

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2018 muestran un ligero descenso respecto al mismo periodo del año anterior.

Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2018	30/6/2017	31/12/2017
Ingresos Operativos	23.796	19.295	38.189
Gastos Adm. y Vtas.	(21.368)	(15.799)	(33.804)
Resultado Operativo	2.428	3.496	4.385
Resultados Financieros	(93)	(1.027)	(1.647)
Resultados antes de impuestos	2.335	2.469	2.738
IRAE	(664)	(693)	(1.040)
Resultado del período	1.671	1.776	1.699
Res Operativos/Ingresos	10,20%	18,12%	11,48%
Res Ejercicio/Ingresos	7,02%	9,20%	4,45%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

b) La Empresa Constructora

La empresa constructora y fideicomitente, fue GRINOR S.A, adjudicataria de la Licitación Pública Internacional No. 101/14 mediante Resolución Administrativa N° 14/06406 de 25/9/2014. Por el diseño de esta operación fue quien recibió la cesión de la cobranza descentralizada futura de tributos departamentales los que, a su vez, fueron cedidos a este fideicomiso. Para ello, GRINOR S.A firmó con la Fiduciaria el Contrato de Fideicomiso.

En su rol de empresa constructora GRINOR SA fue evaluada por CARE oportunamente no encontrándose en su momento ningún elemento que hiciera pensar en un riesgo de incumplimiento por parte de la misma. Dado que las obras objeto de este fideicomiso culminaron y fueron recepcionadas sin observaciones por parte de la IC su seguimiento carece de sentido.

c) El Fideicomiso

El Fideicomiso se viene desempeñando sin inconvenientes. Como ya se ha informado, la emisión final total resultó ser de UI 231.472.516 y comenzó a amortizarse de acuerdo al cronograma establecido a partir del mes de mayo de 2017 y culminará en mayo de 2036; en total, la sumatoria de las 20 cuotas

anuales de cada una de las 16 emisiones arroja una cuota anual por concepto de amortización e intereses de miles de UI 19.928. Por su parte, los créditos fideicomitidos (20 cuotas anuales equivalentes a miles de UI 20.977 cada una) comenzaron a percibirse a partir del 30 de abril de 2017; como se ve, se genera un excedente anual de miles UI 1.049 como para atender los demás gastos que demanda su administración.

La obra, y en consecuencia las emisiones, se realizaron a un ritmo mayor al previsto por lo que culminaron casi un año antes de lo proyectado. Esto determinó que parte de los certificados (emisiones) se emitieran antes de lo supuesto; siendo fijo el plazo para su cancelación, una emisión temprana supuso un mayor plazo de intereses por lo que las cesiones a que se obliga la IC resultaron algo mayores a las proyectadas. Por otra parte y vinculado a esto, a la fecha se han liberado totalmente los fondos de reserva creados según disposiciones contractuales.

En el cuadro siguiente se muestra en forma resumida el estado de situación del fideicomiso al cierre del 30 de junio 2018

Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30/6/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo	906.289	919.213	890.632
Activo Corriente	85.046	61.279	75.834
Activo no Corriente	821.243	857.934	814.798
Pasivo	895.798	909.286	884.200
Pasivo Corriente	78.222	58.959	72.894
Pasivo no Corriente	817.575	850.328	811.306
Patrimonio	10.491	9.927	6.433
Pasivo y Patrimonio	906.289	919.213	890.633
Razon Corriente	1,09	1,04	1,04

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El activo no corriente corresponde a los créditos cedidos por el fideicomitente mientras que, en contrapartida, en el pasivo no corriente se representan las cuotas de amortización e intereses de los títulos emitidos. El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones.

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, este riesgo se considera casi inexistente tanto por la fiduciaria como la empresa constructora. Como ya se ha mencionado, si bien la gestión de GRINOR no se vincula estrictamente con el riesgo de repago de los títulos emitidos, su actuación condiciona la existencia misma del fideicomiso. Por otra parte, la empresa constructora ya cumplió con su función. *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 y dado el tiempo transcurrido sin que se hayan verificado conflictos resulta muy poco probable. *Riesgo muy bajo.*

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza cedida por la IC a GRINOR que éste cedió al fideicomiso. Como queda referido EFAM recibe, de acuerdo a la prelación correspondiente, la cesión del flujo futuro de la llamada cobranza descentralizada que la IC cediera a GRINOR de acuerdo a los contratos respectivos. Con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda que se emitieron alcanzaron un total de UI 231.472.516 y se estableció un cronograma de integración pari pasu con los Certificados Mensuales de Obra Ejecutada presentados por GRINOR y aprobados por la IC. Realizada la convocatoria a interesados se recibió el compromiso de integración por la totalidad de la oferta, es decir, UI 240 millones distribuidos entre dos inversores por UI 207 millones y UI 33 millones respectivamente.

Como ya se informara en otra sección de este informe, se produjeron 16 emisiones mensuales siendo la última y definitiva en abril de 2016. Para dichas emisiones, la fiduciaria fijó una tasa de interés de 5.4% que coincide con la tasa de referencia utilizada para las proyecciones. Las mismas fueron adquiridas por los dos inversores que suscribieran la emisión manteniendo la misma proporción. En el mes de mayo de 2018 se realizó la unificación de las dieciséis series de los Títulos de Deuda en una única serie.

Las 20 cuotas anuales fijas y definitivas que por concepto de amortización e intereses han generado las emisiones, ascienden a UI 19.928.033 cada una, pagaderas a partir del mes de mayo de 2017. Por otra parte, la cesión de tributos que respaldan el pago de los títulos quedó establecida en 20 cuotas anuales de UI 20.977.076, pagaderas a partir del mes de abril de 2017; como se ve, los montos a percibir por parte del fideicomiso exceden en UI 1.049.043 dicho compromiso cada año, suficiente para afrontar los gastos de administración. En consecuencia, a la fecha han vencido dos de las 20 cuotas mencionadas.

El flujo que compone el activo subyacente del fideicomiso financiero fue aprobado por la Intendencia de Canelones en el acto de adjudicación de la Licitación Pública citada y que preveía en sus pliegos esta modalidad de financiamiento para parte de Plan de Obras a ejecutar.

Relación de los compromisos asumidos por la IC y su presupuesto

A continuación se presenta una relación entre los ingresos totales estimados por la IC así como de la cobranza descentralizada para el período de repago de estos y otros títulos. Se establece la relación entre las retenciones totales (incluida esta) con la totalidad de ingresos esperada y con la totalidad de cobranza descentralizada esperada, todo expresado en miles de UI.

Para ello, se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal actualmente vigente.

En el cuadro siguiente se exponen en forma resumida los principales rubros del presupuesto por el periodo 2016/2020. Los montos fueron expresados en moneda nacional a valores de 2015 que CARE convirtió a UI para facilitar este análisis.

Cuadro 5: Presupuesto en miles de UI

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Total Ingresos	1.607.979	1.704.806	1.719.007	1.767.421	1.810.993
Origen Departamental	1.120.937	1.204.532	1.194.849	1.222.283	1.256.818
Origen Nacional	487.041	500.274	524.158	545.138	554.175
Egresos Corrientes	1.562.147	1.600.555	1.571.184	1.560.533	1.555.692
Rubro 0	762.999	762.999	762.999	762.999	762.999
Los demás	799.148	837.556	808.185	797.534	792.693
Financiamiento de pasivos	45.832	104.251	67.134	126.198	174.612
Financiamiento de obras	-	-	80.689	80.689	80.689
Saldo	0	(0)	(0)	(0)	(0)

Fuente: Presupuesto quinquenal IMC
Conversión a UI a 3.0983 (30/6/15)

La conversión a UI la realizó CARE asumiendo como cotización promedio del año 2015 la vigente al 30 de junio de ese año.

En líneas generales se mantiene una estructura presupuestal relativamente constante, esto es, ingresos soportados mayoritariamente con recursos departamentales (70 % en promedio) y un Rubro 0 que representa el 49 % del total de los egresos corrientes.

En cuanto a la cobranza descentralizada, que es lo fideicomitado, la IC brinda información de su evolución histórica que se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: cobranza descentralizada

año	miles de UI
2013	566.605
2014	633.362
2015	729.740
2016	812.149
2017	825.537

Fuente: IC

Las cifras brindadas por la IC son en moneda nacional, a efectos de facilitar este análisis CARE hizo la conversión a UI asumiendo una cotización promedio anual la registrada al 30 de junio de cada año. Puede comprobarse que su evolución es creciente.

Por otra parte, a solicitud de CARE, la IC informó que a junio de 2018, la cobranza descentralizada se ubicó en torno a los \$ 2.300 millones, equivalente a unas miles de UI 600.000 por lo que, de acuerdo a lo observado en el cuadro precedente, sugiere que se mantiene la tendencia creciente. Esto es consistente con la recaudación alcanzada por el SUCIVE, parte importante de la cobranza descentralizada, que, de acuerdo a lo informado por RAFISA, alcanzó para la IC a julio de 2018 una cifra del orden de UI 352 millones representando un incremento del orden del 7,65 % respecto a igual periodo del año anterior en UI.

Interesa realizar, una vez más, un análisis de suficiencia no ya para este fideicomiso en particular sino teniendo en cuenta todos ellos. En el Cuadro 1 se informan año a año los compromisos financieros asumidos (o próximos a

asumir); del mismo se desprende que el desembolso mayor deberá hacerse en el año 2020 con miles de UI 227.806; dicha cifra representa algo más del 27 % de la cobranza descentralizada de 2017 (Cuadro 6) con tendencia decreciente por el incremento de la recaudación y 12.5 % de los ingresos totales previstos para el año 2020 (Cuadro 5).

Se concluye entonces que los fondos generados por la IC son más que suficientes para atender estas obligaciones, aunque éstas representan una porción no despreciable de dichos ingresos. Es por eso que interesa realizar un análisis más amplio que involucre la totalidad de los ingresos de la IC y en particular, en qué medida podría afectar el cumplimiento del Rubro 0.

En tal sentido, se elaboró el cuadro siguiente en que se compara la totalidad de ingresos estimados de la IC para el año 2020, con las cesiones comprometidas y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto.

Cuadro 7: análisis de cobertura Rubro 0 (miles UI)	
Concepto	2020
Ingresos totales de la IC	1.810.993
Cesiones totales año 2020	227.806
Excedente	1.583.187
Rubro 0 año 2020	762.999
Saldo disponible	820.188

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede ver que, si a los ingresos totales estimados para la IC en el año 2020 se le deducen las cesiones comprometidas a la totalidad de los fideicomisos, resta aún un remanente que más que duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0 y quedaría un saldo disponible superior al 45 % de los ingresos para atender otras necesidades.

En definitiva, se desprende de lo anterior que la IC debería poder hacer frente a sus obligaciones esenciales sin mayores dificultades.

Análisis de sensibilidad

No obstante lo anterior y dada la superposición de compromisos que en este sentido ha asumido la IC, CARE consideró necesario analizar la eventualidad de una caída en los ingresos municipales producto de una eventual crisis que, en el corto plazo, no se visualiza.

En tal sentido, se toma como referencia la última gran crisis ocurrida en el país (años 2001 y 2002). En esos años, el PBI cayó un 11% mientras que la recaudación de las intendencias (todas ellas agrupadas con excepción de Montevideo) cayó un 14%.

Si bien se reconoce un entecimiento en la economía del país, ningún analista pronostica una caída en el PBI, al menos en el corto plazo. Por este motivo, a modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos del 5% real durante dos años consecutivos, el 2019 y el 2020. La elección de este periodo se basa en que la información disponible en CARE indica que luego de la crisis del 2001/2002, la recaudación se recuperó en dos años; además, se incluyó el año 2020 por ser el año en que los compromisos

llegan a un máximo. El resultado se expresa en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: Sensibilidad con ingresos abatidos 5 % (en miles de UI)

Años	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2017	1.704.806	149.294	762.999	792.513
2018	1.719.007	150.294	762.999	805.714
2019	1.679.050	209.906	762.999	706.145
2020	1.720.443	227.806	762.999	729.638

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Se puede comprobar que aún en el caso en que ocurriera una caída en los ingresos del 5 % durante dos ejercicios consecutivos (2019 y 2020), los recursos obtenidos, deducidas las cesiones comprometidas, serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y aún generar un remanente que, en el peor de los casos, es superior al 42 % de los ingresos.

Estresando aún más los flujos, en el cuadro siguiente se simula, hipotéticamente, la reiteración de la situación del año 2002 abatiendo los ingresos del 2020 en 14 %.

Cuadro 9: Sensibilidad con ingresos abatidos 14 % (en miles de UI)

Años	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2020	1.557.722	227.806	762.999	566.917

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Puede comprobarse que el análisis de suficiencia sigue siendo positivo.

Riesgos considerados

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

Riesgo por descalce de monedas. Se trata de uno muy relevante, ya que introduce en la inversión el riesgo de las variaciones entre la moneda en la que se generan los activos financieros, y aquella a la que se contraen las deudas. En este caso ese riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación, y la recaudación municipal se realiza en pesos que se puede suponer confortablemente que también se ajustarán en 20 años según la inflación. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo Constructivo. Es el riesgo del no pago de los títulos por el incumplimiento en la realización de la obra comprometida. Habiendo culminado satisfactoriamente la obra objeto del fideicomiso ya no existe tal riesgo.

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 decisión política de la IC, 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 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 o municipales como en este caso.
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 municipal 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.

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar. Además, la recomposición de la reputación de la IC respecto de acreedores que son importantes para la realización de obras futuras, o más bien las consecuencias de su eventual desconocimiento haría seguramente muy difícil la gestión municipal.

Con respecto a los temas presupuestarios⁵, tanto la administración actual como lo que se puede colegir del comportamiento de las futuras, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor

⁵ CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución de los diferentes fideicomisos la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a estos, los que pagan sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe bajo el título Análisis de Sensibilidad comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico.

CUADRO 10 Proyecciones y expectativas - Set. 2018

A Mundo (var. % c/ período previo)	2018	2019	2020
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
PIB Argentina	(ver Nota)		
Tasa interés FED cierre anual %	2,4	3,1	3,4
B Uruguay			
PIB (var. % c/ período previo) Vol. físico	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
C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)			
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		
D Expectativas Enc. Mensual BCU 8/2018			
	2018	2019	
PIB (Var. Anual en vol físico)	2,4%	2,7%	
Empleo (Var. % /año previo)	-0,4%	0,2%	
IPC (variación prom. anual)	7,9%	7,6%	
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)	32,0	34,9	
Devaluac año calendario	-0,2%	6,3%	
Resultado Global S. Público % PIB	-3,8%	-3,7%	

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 8/2018. Nota 6-09-2018. 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.

Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central dada la vinculación de esta operación no solo con instituciones nacionales, quizás las Administradoras de Fondos Previsionales, sino de éstas con el crédito del país. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país mantiene como promedio del mes de agosto de 2018 un índice de riesgo país de 158 puntos básicos.

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 municipal muy superior a la estimada en el análisis de

sensibilidad; 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 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, 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 la IC como por EFAM y 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.⁶

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durón Martínez

⁶ 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. **Grado de inversión con observaciones.**