

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

Montevideo, abril de 2020

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCION
9	II LOS TITULOS DE DEUDA
11	III LA ADMINISTRACION
15	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
23	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DE
"FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I DE OFERTA PÚBLICA"
30 - abril - 2020**

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 emitidos 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, en Unidades Reajustables o Unidades Previsionales.
Monto de las emisiones Activo Fideicomitado:	realizadas hasta el momento 1.000.000.000 de UI (equivalentes), en 5 series 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. Ya comenzó a amortizarse en las primeras series.
Pago de intereses:	se pagarán en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre
Tasa:	A ser definida en oportunidad de la emisión de cada serie. Hasta el momento ubicada entre 3,55 y 3,95% (ver Sección IV)
Fiduciario:	RAFISA
Entidad Registrante y Representante:	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A- uy
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de noviembre de 2020.
Manual Utilizado:	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" manteniendo la categoría A- uy de grado inversor.

El objeto de la 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.

Se proyectó la emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso por hasta UI 1.300.000.000, a emitirse en series sucesivas, de las cuales ya se han emitido cinco series, la última en octubre de 2019. Hasta un 10% del valor total de las emisiones podrá hacerse en pesos, en unidades previsionales o en Unidades Reajustables. Hasta el momento, un 6,5% del valor total se emitió en Unidades Previsionales

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 hasta UI 48.000.000 (Unidades Indexadas, cuarenta y ocho millones).

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

- El presente fideicomiso se realiza al amparo de la Ley 17.703 y en el proceso de su estructuración se cumplieron las disposiciones legales y reglamentarias en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y poder normativo de los contrayentes. No se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda.
- La cobertura es adecuada y está establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente. La recaudación anual comprometida para el pago de los títulos de deuda representa un 5,1% de la recaudación total del 2019, y la cesión trimestral no supera en ningún caso más del 18% de la recaudación del mes de retención.
- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos.
- No parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico, derivado de la crisis sanitaria consecuencia del coronavirus, pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de abastecimiento de agua en niveles que pudieran afectar los montos requeridos para esta operación. Como se verá en la sección IV, simulando una caída como la ocurrida durante la crisis del 2002, el cumplimiento de los compromisos no se vería afectado.

- 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.
- No cabrían esperar en principio riesgos derivados del cambio de administración.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Títulos representativos de deuda emitidos por el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero OSE I de Oferta Pública".

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su 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 Martín Durán Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe se anexó en la calificación original. Esta calificación tiene vigencia hasta el 30 de noviembre de 2020; no obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

i. Antecedentes generales

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos representativos de deuda escriturales emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, por un monto total de hasta la suma de UI 1.300.000.000, emisión que se realiza en varias series en el correr de 4 años. Cada serie se amortiza 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 pagan en los mismos meses en que se realizan las amortizaciones y la tasa de interés se fija en el momento de la emisión de cada una de las series. Las tasas de interés de las series emitidas un

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.

unidades indexadas fueron: la primera de 3,95%, la segunda de 3,55% y la tercera y la quinta de 3,7%; la cuarta emisión fue realizada en Unidades Previsionales y la tasa de interés fue de 2,4%³.

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 de agua en cantidad y calidad adecuadas. Las inversiones proyectadas por OSE para el período 2017-2031 ascienden a un total de 1.129 millones de dólares.
 - 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.

Con fecha 13 de setiembre de 2017 se realizó la primer emisión (serie I) por 250 millones de UI a una tasa nominal del 3,95% anual, y el 29 de junio de 2018 se realizó la segunda emisión (serie II) también por 250 millones de UI a una tasa nominal del 3,55% anual.

El 24 de mayo de 2019 se realizó la tercera emisión (Serie III) por 185 millones de UI a una tasa nominal del 3,7% anual, y en esa misma fecha se emitió la cuarta serie (Serie IV) en esta oportunidad en Unidades Previsionales (UP) por un total de UP 248.562.344, equivalentes a 68 millones de UI, y a una tasa de interés del 2,4%.

ii. Hechos salientes del período.

El 9 de octubre de 2019 se realizó la quinta emisión (Serie V) por un total de 250 millones de UI y a una tasa de interés de 3,7%.

Las emisiones realizadas en 2019, contaron con la no objeción de CARE, al igual que todas las emisiones anteriores.

³. Se estima que la UP aumenta por encima de la UI, por lo que seguramente el rendimiento debería ser muy similar al de los títulos emitidos en UI.

CARE tuvo acceso a un completo informe realizado por la gerencia financiera de la OSE de febrero de 2020 en el cual se detallan los destinos y la aplicación de los fondos de cada una de las series. 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.

3. Información analizada.

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:

- Información de avance al 29/2/2020 aportada por la gerencia financiera de OSE.
- Recaudación de Agentes Externos actualizada a diciembre de 2019.
- Estados Financieros de OSE al 31/12/2019
- EE.CC. del Fidecomiso al 31/12/2019.
- EE.CC de la Fiduciaria al 31/12/2019.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se ofrecieron hasta el momento en oferta pública cinco series por un total acumulado del equivalente a 1.000 millones de UI, en el dominio fiduciario del "FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I de Oferta Pública.

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, unidades previsionales o unidades reajustables.
Monto de Emisión:	Hasta UI 1.300.000.000 de valor nominal, a emitirse en series sucesivas. La Serie II y siguientes se podrán emitir dentro de los 4 años desde la emisión de la Serie I y por hasta el saldo que reste del monto total. A la fecha se han emitido 5 series y por un total equivalente a un millón de UI
Interés:	A definirse al momento de la emisión. Las estimaciones en el prospecto original se realizaron dentro de un rango de 7 a 8,75% anual, según las series y para las emisiones en UI. A la fecha, las tasas logradas han estado muy por debajo de esa tasa, 3,55 a 3,95% en UI.
Plazo:	Hasta 22 años desde la fecha de la emisión de cada serie. Con 24 meses (2 años) de gracia desde la fecha de la emisión para el pago del capital y 20 años para amortizaciones.
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda se pagan en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año.
Amortización del capital:	Una vez terminado el Período de gracia, se comienzan a realizar las amortizaciones de capital. Los Títulos de Deuda de cada Serie se amortizan 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 abona en la Fecha de Pago siguiente de vencido el Plazo de Gracia.
Activo fideicomitado:	El respaldo para el repago de todas las Series, es el Flujo de Fondos provenientes de los créditos que la Fideicomitente tiene derecho a recibir de los Agentes Recaudadores de cobranza descentralizada, que se transfieren 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 31/12/2019 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 702.762. Esto supone un incremento del orden del 20 % respecto al que tenía al 31/12/2018. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Activo	810.023	705.262	637.392
Activo Corriente	224.515	261.447	249.236
Activo no Corriente	585.508	443.815	388.155
Pasivo	107.260	120.097	81.887
Pasivo Corriente	90.321	101.326	57.829
Pasivo no Corriente	16.940	18.772	24.058
Patrimonio	702.762	585.164	555.505
Pasivo y Patrimonio	810.023	705.262	637.392
Razón Corriente	2,49	2,58	4,31

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre del ejercicio 2019,

la firma sigue mostrando resultados positivos, en este caso muy superiores a los exhibidos en el ejercicio anterior. Particularmente se muestra un importante incremento en los resultados operativos, producto fundamentalmente de menores costos administrativos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a diciembre de 2019 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Ingresos Operativos	270.520	290.623	270.590
Gastos de Adm y Ventas	(204.701)	(283.795)	(225.274)
Resultado Operativo	65.820	6.828	45.316
Resultados Diversos	245	56	622
Resultados Financieros	65.260	53.691	17.636
IRAE	(28.376)	(15.910)	(16.323)
Resultados del periodo	102.948	44.665	47.251

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 31 de diciembre de 2019, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

b. OSE, fideicomitente

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

En cuanto a su capacidad económica y financiera, también se daba cuenta en el anterior informe, llegándose a la conclusión que no suponía un riesgo para el repago de esta operación.

Con los EE.CC del organismo al 31/12/19 a la vista, se constata que los resultados, si bien menores respecto al año anterior, siguen siendo positivos

Cuadro 3: OSE - Resultados integrales (millones de \$)			
Conceptos	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos operativos	14.443	13.321	12.742
Costo servicios prestados	(6.335)	(6.053)	(5.589)
Resultado Bruto	8.107	7.267	7.153
Gastos de Administración y Ventas	(6.905)	(5.814)	(5.503)
Resultados Operativos	1.202	1.453	1.650
Resultados diversos	14	(108)	188
Resultados financieros	(1.390)	(775)	(37)
Resultados antes de impuestos	(174)	570	1.801
IRAE	179	641	479
Resultado del Ejercicio	5	1.211	2.280
Otros resultados integrales	153	(118)	68
Resultado del Ejercicio Integral	158	1.094	2.348

Fuente: EE.CC página web de la OSE

Cabe acotar que la firma auditora se abstiene de emitir opinión por cuanto expresa *“el alcance de nuestro trabajo ha tenido limitaciones significativas para formarnos una opinión”*. De todas formas, a efectos de este análisis lo más relevante no es la situación económica y financiera del organismo (ente estatal monopólico) sino la evolución de la recaudación de la OSE dado que es lo que se fideicomite; esto se analiza al detalle en otra sección de este informe.

c. El Fideicomiso

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

Su estado de situación al cierre a diciembre de 2019 se resume en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)			
Conceptos	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	4.420.860	2.123.236	1.017.993
Activo Corriente	95.715	55.961	16.869
Activo no Corriente	4.325.146	2.067.275	1.001.124
Pasivo	4.420.377	2.122.015	1.017.990
Pasivo Corriente	89.818	52.153	15.613
Pasivo no Corriente	4.330.559	2.069.862	1.002.377
Patrimonio	483	1.221	3
Pasivo y Patrimonio	4.420.860	2.123.236	1.017.993
Razón Corriente	1,07	1,07	1,08

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como ya se ha indicado, el Fideicomiso está emitiendo títulos de deuda por hasta UI 1.300 millones. Como ya se informara en la actualización anterior, en el periodo correspondiente al primer semestre del año 2019 se realizaron dos nuevas emisiones, en el mes de mayo ambas. La Serie III por UI 185 millones y la Serie IV por UP⁴ 248.562.344 lo que hace un total equivalente a UI 250 millones (igual al monto emitido de las Series I y II). Previamente, con fecha 22/3/19 CARE emitió opinión sin observaciones a dicha propuesta de emisión. Posteriormente, en el mes de octubre de 2019 se realizó la emisión de la Serie 5 por UI 250 millones; del mismo modo, CARE emitió opinión sin observaciones en nota del 2/9/19.

Se recuerda que el compromiso de la OSE es el de fideicomitir hasta UI 48 millones trimestrales (UI 192 al año) si se completa la emisión total prevista; mientras tanto, va fideicomitiendo los montos necesarios en función de las emisiones parciales. Es lo que ha venido ocurriendo hasta ahora en que aún no se ha llegado al máximo de emisión autorizada. Efectivamente y a modo de resumen, hasta el cierre del año 2019 se han realizado 5 emisiones; 4 de ellas en UI por un total de UI 935 millones y la otra (Serie IV) por UP 248.562.344 lo que hace un total de UI 1.000 millones (convirtiendo la emisión en UP a UI); es decir, faltarían UI 300 millones para completar la emisión.

El cronograma de pago de los títulos emitidos hasta los EE CC intermedios al 31/12/19 se expone en el cuadro siguiente.

⁴. Unidades Previsionales

Cuadro 5: cronograma cancelación de títulos incluyendo intereses

Año	Serie I	Serie II	Serie III	Serie V	Total UI	Serie IV-UP
2020	21.943	15.097	6.845	9.250	53.135	5.965
2021	21.449	20.987	13.719	12.375	68.530	15.231
2022	20.955	20.543	15.710	21.461	78.669	18.058
2023	20.462	20.099	15.368	20.998	76.927	17.760
2024	19.968	19.655	15.025	20.536	75.184	17.461
2025	19.474	19.212	14.683	20.073	73.442	17.163
2026	18.980	18.768	14.341	19.611	71.700	16.865
2027	18.487	18.324	13.999	19.148	69.958	16.567
2028	17.993	17.880	13.656	18.686	68.215	16.268
2029	17.499	17.437	13.314	18.223	66.473	15.970
2030	17.005	16.993	12.972	17.761	64.731	15.672
2031	16.512	16.549	12.630	17.298	62.989	15.373
2032	16.018	16.105	12.287	16.836	61.246	15.075
2033	15.524	15.662	11.945	16.373	59.504	14.777
2034	15.030	15.218	11.603	15.911	57.762	14.479
2035	14.537	14.774	11.261	15.448	56.020	14.180
2036	14.043	14.330	10.918	14.986	54.277	13.882
2037	13.549	13.887	10.576	14.523	52.535	13.584
2038	13.055	13.443	10.234	14.061	50.793	13.286
2039	6.343	12.999	9.892	13.598	42.832	12.987
2040	-	6.333	9.549	13.136	29.018	12.689
2041			2.334	9.548	11.882	3.126
Totales	338.827	344.295	262.860	359.840	1.305.822	316.418

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Nota: los importes están expresados en miles de UI excepto la Serie IV en miles de UP

Las tasas de interés nominales aplicables hasta el momento han sido variadas. Para la Serie I fue de 3,95 % lineal anual en UI; para la Serie II, 3,55 %; para la Serie III y V, 3,70 % y por último, para la Serie IV, emitida en UP, la tasa aplicable fue de 2,40 %. En el cuadro precedente se expone el cronograma de montos a pagar por cada serie y por año en concepto de amortización de los títulos más los intereses correspondientes, aclarando una vez más, que los montos correspondientes a las Series I, II, III y V están expresados en miles de UI mientras que los de la Serie IV lo están en miles de UP por eso en el cuadro anterior aparece separada del resto en la última columna. Puede observarse la suficiencia del monto anual comprometido por OSE a fideicomitir.

Todas las tasas de interés efectivas alcanzadas hasta la fecha han sido menores a la estimada originalmente lo que puede interpretarse como una demostración de confianza por parte del mercado al producto ofrecido.

En definitiva, el fideicomiso se viene desempeñando según lo previsto.

Riesgos considerados

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 que 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 vienen emitiendo en series sucesivas dentro de los 4 años desde la emisión de la serie I (2017). Ya se han realizado las primeras cinco emisiones por un total de mil millones de UI y probablemente quede una sola más a emitirse en 2020, por lo que ya existe un alto grado de certeza sobre la composición de flujo de los compromisos de pago. CARE ajustó en oportunidad de la calificación anterior el modelo financiero sobre la base de las emisiones reales ya realizadas y suponiendo una última en setiembre de 2020. En esta actualización no se justifica una nueva corrección del modelo ya que no ha habido nuevas emisiones.

En el cuadro 6 se presenta el cronograma de emisiones ya realizados y la proyección de la que se realizaría en 2020. La tasa de interés considerada hasta la serie V son las reales obtenidas mientras que la serie VI es una sobre la base de un criterio conservador. Se supuso un interés mayor (4,5%) al obtenido en las emisiones de 2017, 2018 y 2019, pero igualmente muy inferior a las tasas consideradas en el prospecto original. Esta tasa del 4.5% responde a un criterio conservador, ya que no existen por el momento elementos que lo justifiquen.

CUADRO 6.- Emisiones realizadas y proyecciones

SERIE	Fecha emision	Tasa de Interes	Emisiones Monto en miles de UP	Monto miles de UI
I	13/09/2017	3,95%		250.000
II	29/06/2018	3,55%		250.000
III	24/05/2019	3,70%		185.000
IV (*)	24/05/2019	2,40%	248.562	65.000
V	09/10/2019	3,70%		250.000
VI	30/09/2020	4,50%		300.000
TOTAL			248.562	1.300.000

Fuente: Serie VI; Estimación Care

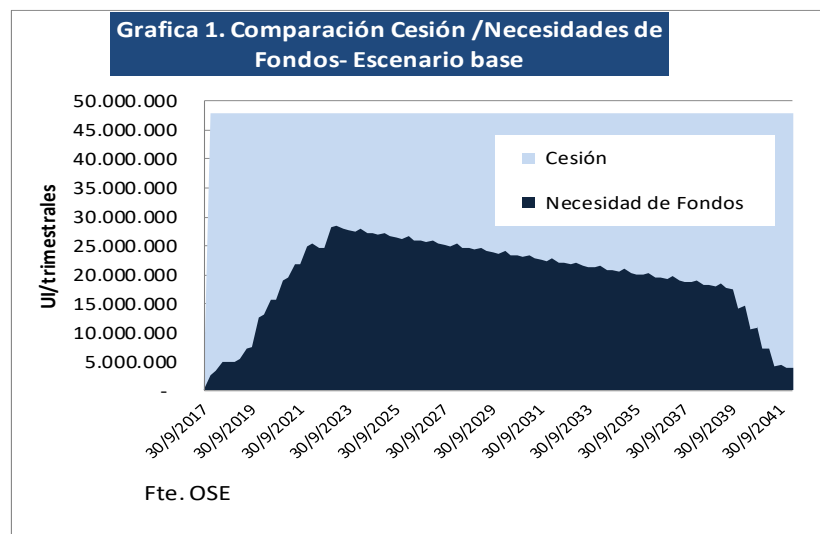
(*) La serie IV fue emitida en Unidades Previsionales (248,6 millones de UP)

Como estaba previsto, se realizó una emisión en Unidades Previsionales, la cual tiene una tasa de interés menor a la obtenida en las emisiones en UI. Esto responde seguramente a que es razonable pensar que evolucionará por encima de la inflación ya que ajusta por índice medio de salarios nominales. A los efectos de realizar las proyecciones financieras se tomó el valor equivalente en UI y la misma tasa que los títulos en esa moneda.

Cada una de las series se amortiza en 80 cuotas trimestrales iguales en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año, que comienzan a pagarse luego de un período de gracia de 24 meses. Los intereses se pagan en los mismos meses en que se realizan las amortizaciones y la tasa de interés se fija 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 hasta UI 48.000.000, que se transfiere en el mes anterior a cada fecha de pago. En un año el monto total cedido es de hasta 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 requerirá la mayor cantidad de recursos y éstos alcanzarían a 111,7 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 aproximadamente el 87% 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 2019 (deflactado por el índice general de precios al consumo).



Fuente: CARE en base a información de OSE.

En pesos constantes la recaudación total del año 2019 cayó un 0,2%, pero hay que tener en cuenta que el año anterior (2018) había aumentado en un 11,6% con relación a 2017. Este nivel de ingresos es el segundo más elevado de la serie considerada.

Los niveles más bajos de recaudación (post-crisis), se ubicaron en 79% 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 explicaría buena parte del incremento real de los últimos dos años. En enero de 2020 no hubo aumento nominal de las tarifas del organismo, lo que ocurrió en marzo con la asunción del la nueva administración. El aumento de tarifa decretado fue de un 10,7% a partir abril de 2020.

La recaudación del año 2019, la última con datos completos, convertida a Unidad Indexadas fue de UI 3.733 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 hasta UI 192 millones (cuatro cuotas de 48 millones de UI), por lo que el monto comprometido de la recaudación representa algo más del 5,1% de la recaudación actual y hubiera representado el 7,9% en los peores años de recaudación de los últimos 20 años.

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

CUADRO 7. Cesión trimestral/recaudación del mes de la retención (miles de UI)

	Recaudación 2019	Cesión	Porcentaje
FEBRERO	325.746	48.000	14,7%
MAYO	321.491	48.000	14,9%
AGOSTO	298.258	48.000	16,1%
NOVIEMBRE	277.699	48.000	17,3%
TOTAL	1.223.194	192.000	15,7%

Fuente: OSE

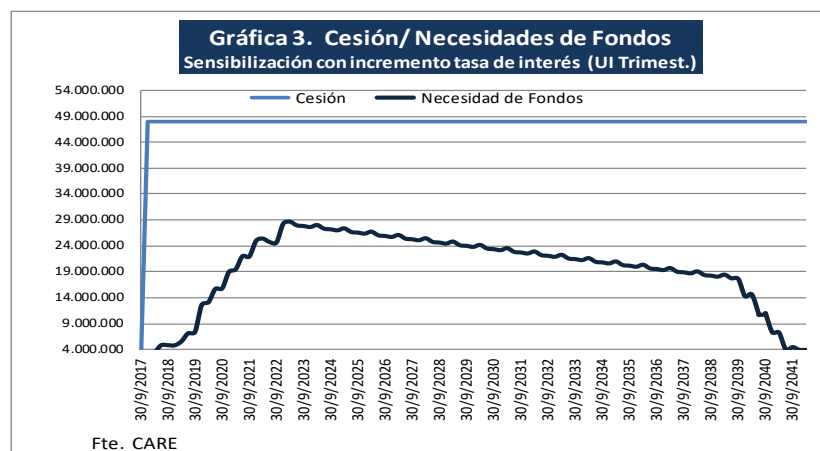
En promedio, en los meses en que se realiza la retención los 48 millones de UI representa poco menos del 16% del total recaudado y en el mes que representa el mayor porcentaje, apenas supera el 17%.

Sensibilización

En la actualización anterior CARE ajustó las sensibilizaciones al conocer las fechas, montos e intereses de las primeras 5 series de emisión. Al no haber nueva información se repiten los resultados.

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), alcanzaría para cubrir el cronograma de pagos. En este sentido, aún en el caso de que la tasa de interés de los títulos de deuda restantes se llevara a un 10% anual en UI, la Cesión alcanzaría a cubrir los compromisos de pago. Ya se emitió un 77% del total, por lo que este riesgo se ha ido acotando ya que las emisiones han sido colocadas con tasas de interés muy favorables para el fideicomiso.

En el trimestre de mayor erogación (marzo de 2023), se requeriría un total de UI 28,5 millones para hacer frente a los compromisos asumidos, contándose con un monto de 48 millones de UI. La situación mejora mucho respecto del análisis realizado en oportunidad de la calificación original e incluso en la actualización de abril de 2018, ya que las emisiones se han venido realizando con tasas de interés relativamente más bajas que las proyectadas. 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, por aumento en la morosidad frente a una eventual crisis económica o por la fijación de un precio por debajo los valores de equilibrio.

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 21,5% 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 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 19 años y se compara con los compromisos derivados de este fideicomiso y el total del Rubro 0.

CUADRO 8. Ingresos de la OSE abatidos en un 23% (millones de UI)	
Total de Ingresos	2.874
Compromiso anual del Fideicomiso	192
Rubro 0	1.117
Diferencia	1.565

Fuente: CARE en base a RAFISA, proyección financiera OSE (enero 2019).

Aun suponiendo la existencia de un escenario fuertemente estresado, con una recaudación equivalente a la más baja en términos reales de los últimos 19 años, la recaudación podría cumplir sobradamente con el pago de la cuota para cumplir con los compromisos asumidos para con el fideicomiso y además atender la totalidad de los costos del Rubro 0 (servicios personales).

Riesgos considerados

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

Riesgo por descalce de monedas. En este caso este riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación (UI) y los ajustes tarifarios de este tipo de servicio se realizan en pesos, y se puede suponer razonablemente que también se ajustarán relativamente alineados a 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 más de 4.000 empleados. El servicio atiende, según datos al cierre de 2018, alrededor de 3.304.287 habitantes a través de 1.123.436 conexiones, lo que significa una cobertura de la población nucleada de más del 99%. 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 de 329.758 y la cobertura global de saneamiento colectivo de la población nucleada en centros urbanos en el interior del país es del orden del 45%, al cierre del 2018. En este rubro sí existe un margen importante para crecer ya que hay 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, al menos por el área del saneamiento. 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 el 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 además de no haber ocurrido nunca, ésta cesión 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, aun 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 aun 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 por parte de los directores del organismo del momento, 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 el cambio de administración no debería tener efectos sobre las decisiones ya tomadas por el anterior directorio.

Por otra parte, no cabría esperar en principio riesgos derivados del cambio de administración.

Con respecto a los temas presupuestarios, el comportamiento de las diferentes administraciones 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 aun 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 por ahora; 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. Si bien no se dispone de proyecciones presupuestales ni tampoco de ninguna fuente de estimaciones de déficit fiscal en los próximos años, la presentación de los datos que siguen junto a la voluntad del gobierno de cuidar las finanzas públicas, contribuye a conformar una idea de estabilidad macroeconómica general.

CUADRO 9 Proyecciones y expectativas - Abril. 2020

A	Mundo (var. % c/ período previo)	2019	2020	2021
	PIB mundial (vol. físico)	2,9	-3,0	5,8
	PIB países desarrollados	1,7	-6,1	4,5
	PIB Brasil	1,1	-5,3	2,9
	PIB Argentina	-2,2	-5,7	4,4
	Tasa interés Dep 6M %	2,3	0,7	0,6
	Precios Commodities (exc. Petróleo)	s/v	-7,2	s/d
B	Uruguay	Real	2020	2021
	PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota)	0,2	-3,7	4,9
	IMS (var nominal anual)	9,4	7,6	s/d
C	Uruguay Cuentas públicas	(% / PIB ver Enc. Expec. BCU.)		
D	Expectativas Enc. Mensual BCU 2/2020	Expectativas		
		2020	2021	
	PIB (Var. Anual en vol físico)	-2,65%	4,50%	
	Empleo (Var. % /año previo)	-3,50%	2,20%	
	IPC (variación prom. anual)	8,2%	7,7%	
	Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período) *	44,5	49,1	
	Devaluac año calendario *	25,5%	7,6%	

CARE En base a IMF Outlook GDP - Commodities agrícolas - abril 2020, Ministerio de Economía y Banco Central (Encuesta Expectativas abril 2020 e Informe Política Monetaria diciembre 2019.. En B se corrigen las proyecciones presupuestales con las proyecciones provistas en el Informe Económico de Ferrere CPA disponibles al 30-4-2020 . C. Remite a Encuestas expectativas económicas y de inflación- abril 2020 (D).

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 inversor⁵.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

⁵ **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.**



Ing. Agr. Adrian Tamber