

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

Montevideo, octubre de 2020

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

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE
"FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I DE OFERTA PUBLICA"
12 - octubre - 2020**

Plazo:	Hasta 22 años desde la fecha de cada emisión. Incluye dos años de gracia para el pago de capital.
Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública en series sucesivas, por UI 1.300.000.000 de Valor Nominal. El equivalente a 65 millones de UI se emitió en Unidades Previsionales.
Activo Fideicomitado:	Cesión del flujo de fondos generados por los derechos de créditos presentes y futuros que tiene OSE contra los Agentes Recaudadores de cobranza descentralizada de los bienes y servicios que comercializa.
Emisor:	RAFISA
Fideicomitente:	Administración de las Obras Sanitarias del estado (OSE).
Amortización:	Una vez culminado el período de gracia (24 meses) el capital de los TTDD es amortizado en 80 cuotas trimestrales iguales y consecutivas en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre. Ya comenzaron a amortizarse las primeras series.
Pago de intereses:	se pagan en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre
Tasa:	Definida en oportunidad de la emisión de cada serie. Entre 2,90 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 abril de 2021.
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" aumentando a la categoría A uy de grado inversor.

El buen desempeño manifestado hasta ahora, la culminación del proceso de emisión y la expresión de este desempeño recogida en la última emisión, colaboran en el sentido del incremento de la nota.

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 emitieron títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por un total de UI 1.300.000.000, en seis series sucesivas, la última el 24 de setiembre de 2020. Hasta un 10% del valor total de las emisiones podía hacerse en pesos, en Unidades Previsionales o en Unidades Reajustables; se emitieron finalmente el equivalente a 65 millones de UI en Unidades Previsionales lo que representa el 5% de la emisión.

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, tal como se manifiesta en el informe jurídico anexo a la calificación original
- 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 5,14% 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. Entre enero y agosto de 2020 la recaudación en unidades indexadas se ubicó levemente por debajo del mismo período del año anterior (3,5%); de mantenerse esa tendencia la recaudación comprometida, pese a la pandemia, pasaría a representar el 5,32%.
- 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.

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 abril de 2021; 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 en

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%, la tercera y la quinta de 3,7% y la sexta de 2,90%; 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%.

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%.

Todas las emisiones realizadas contaron con el informe de “no objeción” de CARE.

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.

ii. Hechos salientes del período.

El 25 de setiembre de 2020 se realizó la sexta y última emisión (serie VI) por un total de 300 millones de UI, completándose el monto total de 1.300.000.000 millones de UI. En esta oportunidad, la emisión fue en UI y con una tasa lineal anual de 2,90%.

CARE tuvo acceso a un completo informe realizado por la gerencia financiera de la OSE de setiembre 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 30 de setiembre de 2020 aportada por la gerencia financiera de OSE.
- Recaudación comercial actualizada a agosto de 2020.
- Estados Financieros de OSE al 31/12/2019
- EE.CC. intermedios del Fidecomiso al 30/06/2020
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2020.
- Prospecto informativo de emisión de la serie VI.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se ofrecieron en oferta pública seis series por un total acumulado del equivalente a 1.300 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 podía eventualmente emitir hasta un 10% del total en pesos uruguayos, unidades previsionales o unidades reajustables (un 5,2% de la emisión total se realizó en unidades previsionales).
Monto de Emisión:	UI 1.300.000.000 de valor nominal, a emitirse en series sucesivas. La Serie II y siguientes se debían emitir dentro de los 4 años desde la emisión de la Serie I y por hasta el saldo que reste del monto total, lo que ya se completó en setiembre de 2020.
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. Las las tasas logradas estuvieron muy por debajo de esa tasa, 2,9 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 una 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 intermedios al cierre del 30/06/2020 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 724.889. Esto supone un incremento algo superior al 3 % respecto al que tenía al 31/12/2019. 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	30-Jun-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Activo	808.616	810.023	705.262
Activo Corriente	239.169	224.515	261.447
Activo no Corriente	569.448	585.508	443.815
Pasivo	83.727	107.260	120.097
Pasivo Corriente	66.810	90.321	101.326
Pasivo no Corriente	16.917	16.940	18.772
Patrimonio	724.889	702.762	585.164
Pasivo y Patrimonio	808.616	810.023	705.262
Razón Corriente	3,58	2,49	2,58

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre intermedio de junio 2020, la firma sigue mostrando resultados positivos. En este periodo se produce una caída de los resultados operativos en relación al mismo periodo del ejercicio anterior la que se ve ampliamente compensada por el incremento de los resultados financieros.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a junio de 2020 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-20	30-Jun-19	31-Dec-19
Ingresos Operativos	129.301	142.614	270.520
Gastos de Adm y Ventas	(108.249)	(96.383)	(204.701)
Resultado Operativo	21.053	46.231	65.820
Resultados Diversos	-	120	245
Resultados Financieros	61.394	36.115	65.260
IRAE	(15.394)	(20.228)	(28.376)
Resultados del periodo	67.053	62.238	102.948

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos⁴.

Al 30 de junio de 2020, 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

⁴ En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

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 Fideicomiso⁵

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

Su estado de situación al cierre intermedio de junio de 2020 se resume en el cuadro siguiente.

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

Conceptos	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	4.684.332	4.420.860	2.123.236
Activo Corriente	150.454	95.715	55.961
Activo no Corriente	4.533.878	4.325.146	2.067.275
Pasivo	4.679.049	4.420.377	2.122.015
Pasivo Corriente	139.496	89.818	52.153
Pasivo no Corriente	4.539.552	4.330.559	2.069.862
Patrimonio	5.283	483	1.221
Pasivo y Patrimonio	4.684.332	4.420.860	2.123.236
Razón Corriente	1,08	1,07	1,07

Fuente: EE.CC Fideicomiso

⁵. La Gerencia estima que la situación de crisis sanitaria que afecta al país no tendrá un impacto significativo en los estados financieros del Fideicomiso ya que éste mantiene un crédito correspondiente a la cesión de flujo de fondos futuros de la OSE, entidad estatal monopólica obligada por la Constitución de la República a garantizar el servicio a la población.

En el mes de agosto, fuera del periodo informado en el cuadro precedente, el Poder Ejecutivo, mediante resolución del 26/8/20 autorizó a la OSE a realizar la 5ta y última emisión (denominada Serie VI) por UI 300 millones, completando así el total autorizado de UI 1.300 millones, incluyendo en ese total, la denominada Serie IV emitida en UP por un monto de UO 248.562.344 (equivalente a UI 65 millones).

También en este caso, previo a la emisión, CARE envió nota a RAFISA ratificando la nota vigente. Finalmente la emisión se realizó el 25/9/2020

pagando un 2,90 % de interés anual, la tasa más baja de todas las series emitidas.

Se recuerda que el compromiso de la OSE es el de fideicomitir hasta UI 48 millones trimestrales (UI 192 millones al año) una vez completada la emisión, cosa que ocurrió en el mes de setiembre del corriente año como queda dicho. Hasta el momento, los montos fideicomitados han sido los necesarios de acuerdo al cronograma de amortizaciones y pago de intereses previsto.

A modo de referencia se establece en el cuadro siguiente una estimación del cronograma de cancelación de las 6 series emitidas. Todas ellas con fechas de emisión y tasas de interés distintas. Se recuerda que se pactó un plazo de gracia de 24 meses desde la fecha de emisión de cada serie por lo que todas ellas tienen un cronograma propio de amortización intereses.

Para facilitar su lectura y una vez completada la emisión, se agruparon todos los compromisos en UI por un lado (5 series) y por otro el único compromiso establecido en UP, una serie que representa el 5 % del total emitido.

Cuadro 5: cancelación de títulos incluyendo intereses (m UI)

Año	miles UI	Serie IV-UP	Cesiones
2020	29.617	5.965	192.000
2021	77.230	15.231	192.000
2022	91.119	18.058	192.000
2023	100.518	17.760	192.000
2024	98.340	17.461	192.000
2025	96.163	17.163	192.000
2026	93.987	16.865	192.000
2027	91.809	16.567	192.000
2028	89.631	16.268	192.000
2029	87.454	15.970	192.000
2030	85.277	15.672	192.000
2031	83.100	15.373	192.000
2032	80.922	15.075	192.000
2033	78.745	14.777	192.000
2034	76.568	14.479	192.000
2035	74.391	14.180	192.000
2036	72.213	13.882	192.000
2037	70.036	13.584	192.000
2038	67.859	13.286	192.000
2039	59.463	12.987	192.000
2040	45.214	12.689	192.000
2041	27.643	3.126	192.000
2042	11.576		192.000
Totales	1.677.303	316.418	4.416.000

Fuente: CARE en base EECC del Fideicomiso

Las tasas de interés nominales aplicables fueron variadas y descendentes según se fuera emitiendo. La mayor correspondió a la Serie I (3,95 %) y la menor a la Serie VI (2,90%) por su parte, la Serie IV emitida en UP salió al 2,40%.

En el cuadro precedente se puede observar con claridad la suficiencia del monto comprometido por la OSE. Si bien los compromisos están expresados en miles de UI y miles de UP, se recuerda que la emisión en UP representó apenas el 5 % del total.

Todas las tasas de interés efectivas alcanzadas han sido menores a la estimada originalmente y descendentes 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 se emitieron por un total de UI 1.300.000.000, en seis series sucesivas, la primera en 2017 y la última en setiembre de 2020.

Completada la emisión total CARE ajustó en esta oportunidad el modelo financiero sobre la base de las emisiones reales, ya que en anteriores actualizaciones debían proyectarse futuras emisiones y tasas de interés.

En el cuadro 6 se presenta el cronograma de la totalidad de las emisiones realizadas, con sus correspondientes montos y tasas de interés definidas en cada serie.

CUADRO 6.- Emisiones realizadas y proyecciones				
SERIE	Fecha emision	Emisiones		
		Tasa de interes	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	24/09/2020	2,90%		300.000
TOTAL			248.562	1.300.000

Fuente: RAFISA

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

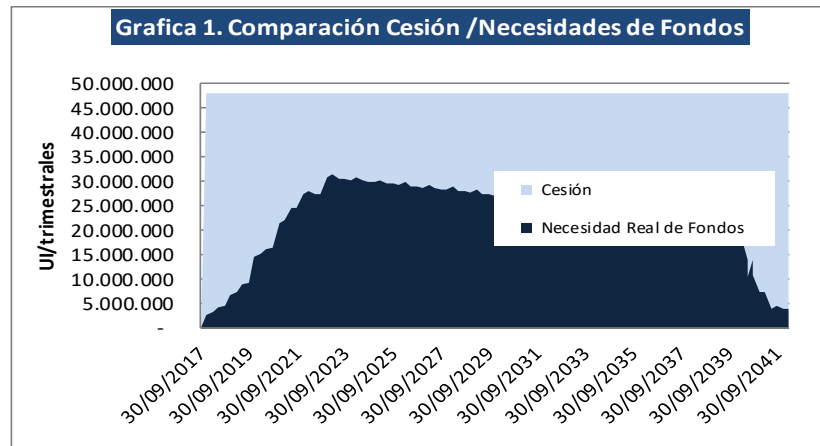
Como estaba previsto, se realizó una emisión en Unidades Previsionales, la cual tiene una tasa de interés menor a la obtenida en las emisiones en UI. Esto responde seguramente a que es razonable pensar que evolucionará por encima de la inflación ya que ajusta por índice medio de salarios nominales. A 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 123 millones de UI.

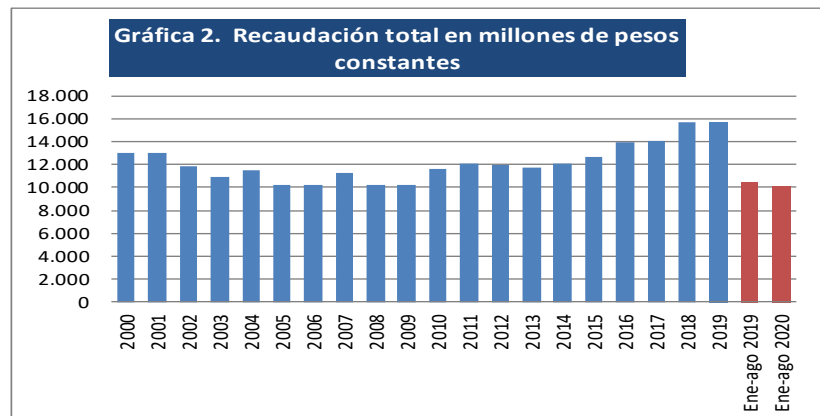
Del análisis de la gráfica 1, se puede observar que el monto de la Cesión prevista resultaría suficiente para atender las obligaciones de esta operación. Debería analizarse ahora qué tan significativo resulta el monto total de la cesión con respecto a la recaudación total de la OSE.



Fuente: CARE en base al Modelo Financiero

La cesión se establece sobre la cobranza descentralizada, que representa hoy en día aproximadamente el 89% del total de la recaudación de la OSE. De cualquier manera, en el punto 5.1.3. del contrato del Fideicomiso se establece que la OSE “renuncia a modificar los Contratos de Recaudación, y se obliga mantener el cumplimiento de sus obligaciones para con los mismos salvo consentimiento previo, expreso y escrito de la Fiduciaria. En el caso que por mandato normativo, otra imposición, causa de fuerza mayor o cualesquier otra causa reasuma la OSE los derechos de cobro de Créditos Fideicomitidos, se entienden desde ya cedidos a este Fideicomiso los créditos contra los agentes recaudadores que contrate para su percepción”.

En la gráfica siguiente, se presenta la evolución de la recaudación de la OSE desde el año 2000, en pesos constantes de 2019 (deflactado por el índice general de precios al consumo).



En pesos constantes la recaudación total del año 2019 cayó un 0,2%. En lo que va del año 2020 (enero-agosto), la recaudación cayó un 3,5% en términos reales respecto de igual período del año anterior, pero hay que tener en cuenta que en 2018 la recaudación había aumentado en un 11,6% con relación a 2017.

Esta leve caída en los ingresos puede deberse en parte al atraso en el ajuste de tarifas de este año 2020 y a la aplicación de medidas especiales de apoyo para ciertos sectores que ante la emergencia sanitaria han visto afectadas sus actividades en forma significativa (educación, cultura, clubes deportivos, hoteles, agencias de viaje, restaurantes, inmobiliarias, etc.). La OSE ha aplicado beneficios en las tarifas para estos sectores de actividad.

Los niveles más bajos de recaudación (post-crisis financiera), se ubicaron en 79% de lo que se recaudó en 2000 lo que muestra un comportamiento relativamente estable aún en condiciones críticas de mercado.

En enero de 2020 no hubo aumento nominal de las tarifas del organismo, lo que ocurrió en marzo con la asunción de 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	Cesión	Porcentaje
feb-20	319.094	48.000	15,0%
may-20	285.939	48.000	16,8%
ago-20	274.828	48.000	17,5%
nov-19	277.699	48.000	17,3%
TOTAL	1.157.561	192.000	16,6%

Fuente: OSE

En promedio, en los meses en que se realiza la retención los 48 millones de UI representa poco menos del 17% del total recaudado y en el mes que representa el mayor porcentaje, apenas supera el 17,5%.

Estas comparaciones se realizan sobre la base de los montos totales cedidos, que como ya fuera dicho superan ampliamente las obligaciones reales. El mes

de mayor compromiso de pago será en marzo de 2023, y serán 31,4 millones de UI, esto es menos del 10% de la recaudación de febrero de este año.

Sensibilización

En anteriores calificaciones, CARE sensibilizó el flujo suponiendo un aumento sustancial en las tasas de interés de las emisiones futuras. Esa incógnita se fue despejando en la medida que se realizaban las emisiones, y ahora ya no resulta necesario ese análisis, debido a que se conocen las tasas de interés y no habrá nuevas emisiones.

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 el compromiso real máximo 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	2.934
Compromiso máximo anual del Fideicomiso (2023)	123
Rubro 0	1.090
Diferencia	1.721

Fuente: CARE en base a Presupuesto de OSE 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 en la actualidad 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%. El sistema de saneamiento compuesto por redes de colectores, estaciones de bombeo, plantas de tratamiento de efluentes y sitios de disposición final, cumple los estándares establecidos en la normativa nacional y en este sentido colabora al cumplimiento de uno de los principales cometidos de OSE, proteger las fuentes, el cuidado del medio ambiente y el impacto en el mismo. 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.

La pandemia no afectaría el consumo de agua, pero como ya fuera comentado la OSE ha tomado medidas de apoyo a ciertos sectores que han sido fuertemente afectados en lo económico. Por el momento la recaudación de los primeros 8 meses del año fue apenas un 3,5% más baja en moneda constante que en el

mismo período del año anterior. Como ya fuera analizado en el capítulo anterior esto no tendría ningún efecto en los cronogramas de repago de los títulos. Se estima que una vez que se supere la pandemia todo volvería a la normalidad.

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, aún cambiando los gobiernos nacionales.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara un déficit en el organismo difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aún existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

Si bien la decisión de crear un fideicomiso financiero no fue tomada por unanimidad 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 aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación por los servicios que se prestan ya fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico.

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé; una repercusión severa de la misma en la recaudación, muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad (que recoge lo sucedido en la recesión de los primeros años del siglo XXI); una merma de igual magnitud en la cobranza descentralizada; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor. Una muestra de la situación fiscal actual y sus proyecciones se recoge en el cuadro siguiente:

CUADRO 9	Real	Expectativas Presupuesto 2020-2024					
A Mundo (var. % c/ período previo)		2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB mundial (vol. físico)		2,9	-5,0	5,3	3,4	3,5	2,8
Estados Unidos		2,3	-6,4	4	3,3	2,2	2
PIB China		6,1	1,2	7,4	5,5	5,3	5,2
PIB Brasil		1,1	-7,9	3,2	2,5	2,3	2,0
PIB Argentina		-2,2	-10	4,1	2,4	2,2	2,3
Tasa interés FED (cierre) %		1,2	0,1	0,1	0,1	0,5	1,0
Precios Commodities Alimenticios		-3,9	-1,1	1,8	1,9	1,9	1,9
B Uruguay		2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota)		0,2	-3,5	4,3	2,5	4,2	3,9
PiB (Mills USD)		50,0	49,2	51,7	53,0	53,3	57,6
Exportaciones Bienes FOB (var % en USD)		2,4	-8,8	12,3	5,7	5	6
Importaciones bienes (CIF (var % en USD) sin Petroleo		-6,4	-3,9	5	2,8	4,2	4
Cuenta Corriente (en %/PIB)		0,6	0,3	0,3	0,3	3,2	4,8
IPC (Cierre del año, var % con previo)		8,8	9,5	6,9	5,8	4,7	3,7
T.C (\$/USD)		37,6	43,7	46,9	49,2	51,8	53,4
Var % TC (Supuesto de trabajo)		14,7	20,6	6,5	6,3	5,2	4,0
Población ocupada, var %)		-0,4	-3,4	3,2	1,5	1,9	1,8
Resultado Global SP consolidado (sin "cincuentones")		-4,8	-6,5	-4,1	-3,5	-3,0	-2,5
C. Encuesta de Expectativas Privadas (BCU mensual)			en Set. 2020				
		2020	2021	2022			
PIB (Var. Anual en vol físico)		-3,8%	3,9%	2,5%			
IPC (variación prom. anual)		9,3%	8,0%	7,5%			
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)		42,8	47,6	51,4			

Fte. Mensaje Proyecto de Ley Presupuesto 2020-2024 en setiembre 2020 y (BCU al 19-9-2020)

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 inversor⁶

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tamber

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.