

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

*Montevideo, octubre de 2023*

---

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

---

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS DE DEUDA DE “FIDEICOMISO FINANCIERO OSE I DE OFERTA PÚBLICA”  
02 - octubre - 2023**

<b>Plazo:</b>	Hasta 22 años desde la fecha de cada emisión. Incluye dos años de gracia para el pago de capital para cada emisión.
<b>Títulos:</b>	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.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	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.
<b>Emisor:</b>	República Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Fideicomitente:</b>	Administración de las Obras Sanitarias del Estado (OSE).
<b>Amortización:</b>	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. En setiembre de 2022 se cumplieron los 24 meses de gracia de la última serie emitida (VI).
<b>Pago de intereses:</b>	se pagan en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre
<b>Tasa:</b>	Definida en oportunidad de la emisión de cada serie. Entre 2,90 y 3,95% (ver Sección IV)
<b>Fiduciario:</b>	República AFISA
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A.+ uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30 de abril de 2024.
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas 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 las emisiones fue obtener los recursos necesarios para fortalecer la estructura financiera de la institución, mejorar el capital de trabajo, reperfilar 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 de cobranza descentralizada, 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 en la calificación original.
- La cobertura es adecuada y está establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente. La cesión máxima anual comprometida para el pago de los títulos de deuda representa un 5,34% de la recaudación total del 2022, y la trimestral no supera en ningún caso más del 16,9% de la recaudación del mes de retención. Dicha cesión supera ampliamente los compromisos de pago reales de los títulos; durante 2023 será el año de la máxima obligación y en ese caso el porcentaje respecto de la recaudación total (2022) será del entorno de 3,0%. La recaudación bruta de la OSE del año 2022 fue un 1,3% superior en UI a la de 2021, y en los primeros 8 meses del 2023 la recaudación en UI viene siendo también superior en un 4,6% a la del mismo período del año anterior.
- Desde setiembre del 2022 en que se cumplió el período de gracia de la última emisión, todas las series se están amortizando en cuotas trimestrales (son 80 cuotas que incluyen los intereses correspondientes), con vencimiento en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año.

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos.
- La extensa sequía que afectó al país en el último verano generó serias dificultades a la empresa. Si bien pudo mantener el servicio de abastecimiento de agua, el producto ofertado no cumplió con los parámetros históricos de calidad entre los meses de mayo y hasta mediados de julio (mayor contenido de cloruros y sodio). No obstante esta coyuntura, la recaudación del organismo no se vio afectada en absoluto, y como ya se comentó fue mayor en moneda constante a la del año anterior.
- No parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico, pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de abastecimiento de agua en niveles que pudieran afectar los montos requeridos para cumplir con los compromisos asumidos con los títulos. 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 en 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 juicio<sup>1</sup>.

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 corresponde<sup>2</sup>.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://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.

### 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

#### i. Antecedentes generales

La presente fue 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 UI 1.300.000.000, emisión realizada 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 fijó en el momento de la emisión de cada una de las series. Las tasas de interés de las series emitidas en 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%<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>. La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera

<sup>2</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

<sup>3</sup>. 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.

Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por un flujo de fondos libre de obligaciones y gravámenes de créditos que OSE viene percibiendo de los agentes recaudadores, por un importe trimestral de hasta 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 tuvo 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 65 millones de UI, y a una tasa de interés del 2,4%.

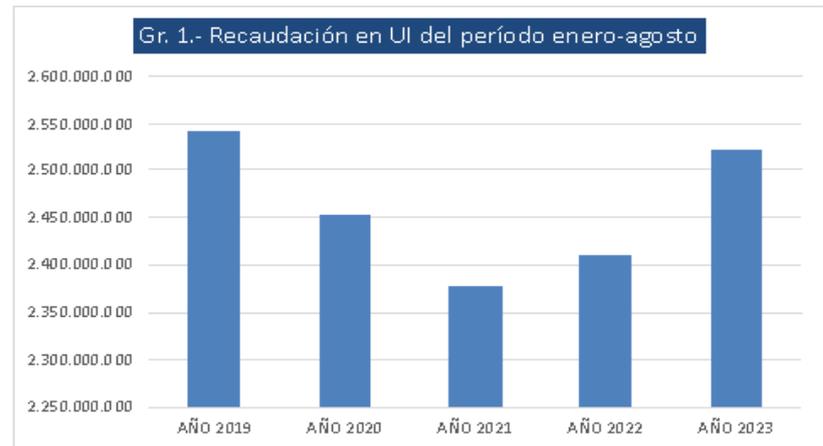
El 9 de octubre de 2019 se realizó la cuarta emisión (Serie V) por un total de 250 millones de UI y a una tasa de interés de 3,7%, y el 25 de setiembre de 2020 se realizó la quinta y última emisión (serie VI) por un total de 300 millones de UI, completándose el monto total de 1.300.000.000 millones de UI. En esa oportunidad, la emisión fue en UI y con una tasa lineal anual de 2,90%.

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

CARE tuvo acceso a un completo informe realizado por la gerencia financiera de la OSE de setiembre de 2020 en el cual se detallaron 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.

## ii. Hechos salientes del período.

Los ingresos totales de la OSE para el período enero-agosto de 2023 fueron de 2.520 millones de unidades indexadas, un aumento de 4,6% respecto del mismo período del año anterior. Los montos retenidos en los meses de febrero, mayo, agosto para hacer frente a los compromisos del Fideicomiso fueron de unos 81,6 millones de UI.



El año 2023 será el año de mayores requerimientos de fondos, ya que la última emisión culminó su período de gracia en setiembre de 2022 y por lo tanto, todas las series se estarán amortizando (aproximadamente 109 millones de UI).

En el 2023, La zona metropolitana atravesó la mayor deficiencia del recurso hídrico desde que se tienen registros. Para contener esta situación y dar respuesta al abastecimiento de agua a la población, el Estado uruguayo debió coordinar en todos los niveles de Gobierno, ministerios y organismos, el diseño y ejecución de la estrategia para asegurar el abastecimiento de más del 60% de la población del país.

Con la reserva de Paso Severino en sus niveles más bajos y con el río Santa Lucía con escasa posibilidad de aportar agua dulce, el organismo igualmente logró mantener el abastecimiento, pero sacrificando la calidad, incrementando los niveles de sodio y cloruros, con la utilización de agua del Río de la Plata. También se ejecutó en tiempo récord una obra para dar seguridad en el abastecimiento de agua potable, trayendo agua del Río San José hacia el Santa Lucía. Esa obra cuenta con la capacidad de suministrar 200.000 metros cúbicos al abastecimiento de la zona metropolitana, un tercio de lo que se suele consumir a diario. A la fecha la situación de crisis hídrica se ha superado.

Importa destacar, que la crisis hídrica no tuvo ningún efecto sobre la recaudación del Organismo.

El 23 de agosto de 2023, el directorio de OSE por mayoría adjudicó la obra del proyecto Arazatí, que implicará tomar agua del Río de Plata, complementando la oferta del río Santa Lucía y sus afluentes.

### **3. Información analizada.**

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:

- Recaudación comercial actualizada a agosto de 2023.
- Estados Contables de OSE al 31/12/2022.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2023.
- Estados Contables intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2023.

## 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

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda
<b>Moneda:</b>	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).
<b>Monto de Emisión:</b>	UI 1.300.000.000 de valor nominal, emitidos 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 se completó en setiembre de 2020.
<b>Interés:</b>	A definirse al momento de la emisión. Las tasas logradas se ubicaron entre 2,9% y 3,95% en UI.
<b>Plazo:</b>	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.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los títulos de deuda se pagan en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año.
<b>Amortización del capital:</b>	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.
<b>Activo fideicomitado:</b>	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.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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](http://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 a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En función de los análisis realizados se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *casi nulo*.

**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. Su único accionista es el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU).

Según EE.CC al cierre intermedio de junio de 2023 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 903.9 millones. Esto supone un ligero incremento respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). 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 períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-23</b>	<b>31-Dec-22</b>	<b>31-Dec-21</b>
<b>Activo</b>	<b>994.831</b>	<b>948.196</b>	<b>951.963</b>
Activo Corriente	154.249	134.716	204.024
Activo no Corriente	840.582	813.480	747.939
<b>Pasivo</b>	<b>90.892</b>	<b>94.486</b>	<b>112.214</b>
Pasivo Corriente	60.171	62.770	84.326
Pasivo no Corriente	30.721	31.716	27.888
<b>Patrimonio</b>	<b>903.939</b>	<b>853.709</b>	<b>839.748</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>994.831</b>	<b>948.196</b>	<b>951.963</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,56</b>	<b>2,15</b>	<b>2,42</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del período mencionado la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-23</b>	<b>30-Jun-22</b>	<b>31-Dec-22</b>
Ingresos Operativos	225.148	195.705	414.489
Gastos de Adm y Ventas	(130.898)	(116.216)	(263.619)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>94.250</b>	<b>79.490</b>	<b>150.870</b>
Resultados Diversos	32	-	-
Resultados Financieros	(10.213)	(20.206)	(23.855)
IRAE	(19.507)	(8.489)	(21.960)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>64.562</b>	<b>50.795</b>	<b>105.055</b>
Otro resultado integral	67	67	(402)
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>64.629</b>	<b>50.862</b>	<b>104.653</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva RAFISA continúa teniendo niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2023, la firma continúa manteniendo 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 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 aquel informe, llegándose a la conclusión que no suponía un riesgo para el repago de esta operación.

De acuerdo a los EE.CC del organismo al 31/12/2022 (último disponible) se constata que los resultados siguen siendo positivos.

<b>Cuadro 3: OSE - Resultados individuales (millones de \$)</b>			
<b>Conceptos</b>	<b>31-Dec-22</b>	<b>31-Dec-21</b>	<b>31-Dec-20</b>
Ingresos operativos	18.770	17.115	15.653
Costo servicios prestados	(8.240)	(7.234)	(7.171)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>10.531</b>	<b>9.882</b>	<b>8.482</b>
Gastos de Administración y Ventas	(8.062)	(6.914)	(7.079)
<b>Resultados Operativos</b>	<b>2.469</b>	<b>2.968</b>	<b>1.403</b>
Resultados diversos	759	641	36
Resultados financieros	520	(1.100)	(1.745)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>3.748</b>	<b>2.509</b>	<b>(306)</b>
IRAE	305	1.290	407
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>4.053</b>	<b>3.799</b>	<b>101</b>
Otros resultados integrales	0	0	1.569
<b>Resultado del Ejercicio Integral</b>	<b>4.053</b>	<b>3.799</b>	<b>1.671</b>

Fuente: EE.CC página web de la OSE

Más allá de los resultados contables, a efectos de este análisis lo más relevante no es la situación patrimonial del organismo (ente estatal monopólico) sino la evolución de su recaudación 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 14/3/2017 entre RAFISA (la Fiduciaria) y OSE (el Fideicomitente). Su inscripción en el Registro del Mercado de Valores fue autorizada por el BCU el 18/8/2017.

Su estado de situación al cierre intermedio al 30/06/2023 se resume en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)</b>			
<b>Conceptos</b>	<b>30-Jun-23</b>	<b>31-Dec-22</b>	<b>31-Dec-21</b>
<b>Activo</b>	<b>6.751.478</b>	<b>6.674.911</b>	<b>6.444.548</b>
Activo Corriente	392.045	380.496	308.983
Activo no Corriente	6.359.433	6.294.415	6.135.565
<b>Pasivo</b>	<b>6.748.749</b>	<b>6.674.277</b>	<b>6.447.534</b>
Pasivo Corriente	386.453	372.615	304.598
Pasivo no Corriente	6.362.296	6.301.662	6.142.936
<b>Patrimonio</b>	<b>2.729</b>	<b>635</b>	<b>(2.986)</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>6.751.478</b>	<b>6.674.911</b>	<b>6.444.548</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,01</b>	<b>1,02</b>	<b>1,01</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse que luego de completarse la emisión el cronograma de pagos y cesiones se regularizó recomponiéndose la situación patrimonial del Fideicomiso.

Se establece en el cuadro siguiente una estimación del cronograma de cancelación de las 6 series emitidas así como los recursos comprometidos por el organismo; puede observarse que los mismos cubren holgadamente las necesidades que permiten cancelar la totalidad de los títulos y sus intereses.

Los cálculos se hicieron tomando en cuenta que todas las emisiones tienen fechas y tasas de interés distintas; se pactó un plazo de gracia de 24 meses desde la fecha de emisión de cada serie por lo que cada una de ellas tiene 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 aproximadamente el 5 % del total emitido.

**Cuadro 5: cancelación de títulos incluyendo intereses**

Año	miles UI	Miles UP	Cesiones
2023	50.123	8.843	96.000
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
<b>Totales</b>	<b>1.440.518</b>	<b>268.247</b>	<b>3.744.000</b>

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 a 2,40%.

En el cuadro precedente se puede observar, luego de cerrado el primer semestre de 2023, 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. A modo de referencia, la relación entre la UI y la UP es aproximadamente 4 a 1, es decir el saldo a pagar en UP de acuerdo al cuadro precedente representa una cifra aproximada a UI 67 millones.

Los títulos se están amortizando en cuotas trimestrales (son 80 cuotas que incluyen los intereses correspondientes), con vencimiento en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año. Desde setiembre del año 2022 en que se cumplió el periodo de gracia de la última emisión, todas ellas están transitando el periodo de amortización.

De acuerdo a los EE CC del fideicomiso, en el semestre se amortizaron títulos por valor de UI 30.87 millones y UP 6.2 millones, mientras que se pagaron intereses por UI 19.5 millones y UP 2.7 millones respectivamente.

### 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 equivalente a UI 1.300.000.000, en seis series sucesivas, la primera en 2017 y la última en setiembre de 2020.

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.

<b>CUADRO 6.- Emisiones realizadas</b>				
<b>SERIE</b>	<b>Fecha emision</b>	<b>Emisiones</b>		
		<b>Tasa de Interes</b>	<b>Monto en miles de UP</b>	<b>Monto miles de UI</b>
I	13/9/2017	3,95%		250.000
II	29/6/2018	3,55%		250.000
III	24/5/2019	3,70%		185.000
IV (*)	24/5/2019	2,40%	248.562	65.000
V	9/10/2019	3,70%		250.000
VI	24/9/2020	2,90%		300.000
<b>TOTAL</b>			<b>248.562</b>	<b>1.300.000</b>

Fuente: RAFISA

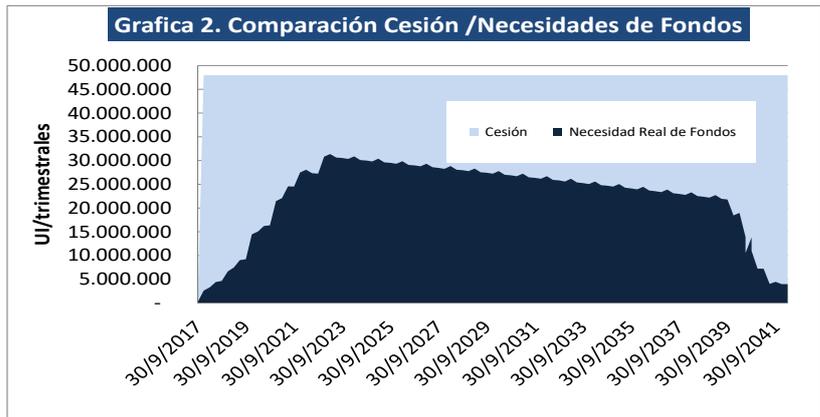
(\*) La serie IV fue emitida en Unidades Previsionales (248,6 millones de UP)

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. 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 fijó 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 (aproximadamente 109 millones de UI).

Del análisis de la gráfica 1, se puede observar que el monto de la Cesión prevista es 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 85,6% del total de la recaudación de la OSE. De cualquier manera, en el punto 5.1.3. del contrato del Fideicomiso se establece que la OSE “renuncia a modificar los Contratos de Recaudación, y se obliga mantener el cumplimiento de sus obligaciones para con los mismos salvo consentimiento previo, expreso y escrito de la Fiduciaria. En el caso que por mandato normativo, otra imposición, causa de fuerza mayor o cualesquier otra causa reasuma la OSE los derechos de cobro de Créditos Fideicomitados, se entienden desde ya cedidos a este Fideicomiso los créditos contra los agentes recaudadores que contrate para su percepción”.

En la gráfica siguiente, se presenta la evolución de la recaudación de la OSE desde el año 2000, en pesos constantes del mes de junio de 2022 (deflactado por el índice general de precios al consumo).



En moneda constante la recaudación total del año 2022 se incrementó en un 1,3%, respecto del año anterior.

En los primeros 8 meses del año (período enero-agosto de 2023), la recaudación bruta de la OSE se incrementó en un 4,6% en términos reales respecto del mismo período del año anterior. Es probable que termine el año con un aumento de esa magnitud, ya que las diferencias se registraron en todos los meses.

Los niveles más bajos de recaudación (post-crisis financiera del año 2002), se ubicaron en 79% de lo que se recaudó en 2000 lo que muestra un comportamiento relativamente estable aún en condiciones críticas de mercado.

La recaudación del año 2022, convertida a Unidad Indexadas fue de UI 3.594 millones, y en el año de menor recaudación (2006), fue 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 5,34% de la recaudación actual y hubiera representado el 6,81% en los peores años de recaudación de los últimos 22 años.

Por otra parte, el compromiso real más alto será en este año 2023 y de aproximadamente 109 millones de UI, esto implicaría aproximadamente el 3,0% de la recaudación bruta de 2022 o el 3,9% de la recaudación más baja de la serie (año 2006).

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). También se incluye los montos reales que son retenidos para hacer frente a las obligaciones, que son menores a la cesión.

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

	Recaudación del mes	Cesión máxima	Retención real	Porcentaje sobre c/real
Feb-23	334.892	48.000	27.423	8,2%
May-23	313.992	48.000	27.091	8,6%
Ago-23	286.291	48.000	27.122	9,5%
Nov-22	293.666	48.000	27.820	9,5%
<b>TOTAL</b>	<b>1.228.840</b>	<b>192.000</b>	<b>109.456</b>	<b>8,9%</b>

Fuente:  
OSE

En promedio, en los meses en que se realiza la retención, los montos actuales necesarios representan un 8,9% del total recaudado en el mes y en el mes que representa el mayor porcentaje, éste alcanza al 9,5%.

### Sensibilización

Ya se han emitido la totalidad de los títulos por lo que la tasa de interés no es una incógnita, lo único que puede ocurrir es una crisis de gran magnitud que haga bajar en forma sensible la recaudación del organismo. Como se pudo observar, ni la pandemia ni la crisis derivada de la sequía 22/23 generaron efectos negativos sobre la recaudación.

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, se contrasta con los compromisos financieros, con las obligaciones emergentes del Rubro 0 y con el costo operativo.

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 22 años y se compara con el compromiso real máximo de este fideicomiso, con el total del Rubro 0 y con el presupuesto operativo anual.

### CUADRO 8. Ingresos de la OSE abatidos en un 21,5% (millones de UI)

Total de ingresos esperados	3.594
Total de Ingresos abatidos	2.821
Compromiso maximo anual del Fideicomiso (2023)	109
Rubro 0	1.000
Presupuesto operativo actual	2.609

Fuente: CARE en base a Presupuesto de OSE 2023

Aun suponiendo la existencia de un escenario fuertemente estresado, con una recaudación equivalente a la más baja en términos reales de los últimos 22 años, la recaudación podría cumplir con los compromisos asumidos con el fideicomiso, y atender los costos operativos (que incluyen 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 es el organismo encargado del suministro de agua potable a nivel nacional, produce anualmente más de 350 millones de m<sup>3</sup> de agua potable, que se distribuyen a través de 15.000 km de redes en todo el país. Para esto, dispone de 71 plantas que potabilizan el agua, siendo la más importante la Planta de Aguas Corrientes, que abastece el área metropolitana (1,7 millones de habitantes).

Es una Empresa Estatal fundada en 1952 con más de 4.000 empleados. El servicio atiende 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.

Es también el organismo responsable del servicio de saneamiento por alcantarillado en todo el Uruguay salvo en Montevideo, que desde 1916 está a cargo de la Intendencia de Montevideo. Actualmente 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 360.701 y la cobertura global de saneamiento colectivo de la población nucleada en centros urbanos en el interior del país es del orden del 51%. 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 (99% de la población nucleada), 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, al declarar como derecho humano fundamental el acceso al agua potable y al saneamiento, se estableció que estos servicios sean prestados exclusivamente por el Estado.

La pandemia no afectó el consumo de agua, pero la OSE sí tomó algunas medidas de apoyo a ciertos sectores que fueron fuertemente afectados en lo económico. Por esas medidas la recaudación del año 2021 cayó un 2% en unidades indexadas en relación a 2020. En 2022 la recaudación se recupera un 1,3% respecto del 2021, y en los primeros 8 meses de 2023 vuelve a aumentar (4,6%) en términos reales.

En noviembre de 2022 el directorio de OSE con el voto contrario de la oposición decidió avanzar en el proyecto Neptuno y en el llamado a licitación. El proyecto Neptuno es una iniciativa privada para construir una toma de agua y una planta potabilizadora sobre el Río de la Plata en la zona de Arazatí en San José. La oposición presentó un recurso ante el Tribunal de Contencioso Administrativo (TCA), a los efectos de anular esa decisión; algunas organizaciones ambientalistas también se manifestaron contrarias a la iniciativa. No obstante el PE ha manifestado la voluntad de continuar y ya el 23 de agosto de 2023 se adjudicó la obra, que comenzará a ejecutarse en breve.

### 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 un cambio de administración no debería tener efectos sobre las decisiones ya tomadas por el anterior directorio. Para reafirmar este concepto, cabe recordar que el cambio de administración ocurrido en 2020 no tuvo ningún efecto sobre la marcha de este fideicomiso.

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<sup>4</sup>; 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); o 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:

<sup>4</sup> Téngase presente que al índice de riesgo país al 26 de setiembre de 2023 era de 76 puntos básicos.

### CUADRO 9 EXPECTATIVAS Y METAS MACROECONÓMICAS

Resumen con información al -01-10-2023- Var % respecto al período previo.

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>PIB Mundo</b>	<b>2,8</b>	<b>3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>
PIB EEUU	1,6	1,1	1,8	2,1	2,1
PIB CHINA	5,2	4,5	4,1	4	3,6
PIB BRASIL	1,8	1,3	1,8	2	1,9
Precios commodities	-8,6	1,1	-5	-1,9	0
Tasa FED fin período	5,1	4,3	3,1	2,5	2,5

#### URUGUAY - METAS PRESUPUESTALES

	2023	2024	2025	2026	2027
PIB Variación real	1,3%	3,70%	2,96%	2,96%	2,96%
PIB Mills USD	78.566	81.030	84.016	87.172	90.584
Formación Bruta Capital fijo	-4,00%	1,4%	2,00%	2,90%	3,00%
IPC. Var. respecto al cierre del año previo	6,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%
TC. "supuesto de trabajo" Var. con año previo	-2,50%	6,70%	5,00%	4,80%	4,60%
Exportación de bienes (FOB) Var % en USD	-16,40%	3,8	-1,20%	2,10%	1,10%
Importaciones. Var % en USD	-4,70%	0,00%	-1,00%	-1,00%	-2,70%
Empleo Población ocupada (mills. Pers.)	1,69	1,7	1,7	1,73	1,74
Deuda Neta % / PIB	5220,0%	6390,0%	53,3%	53,9%	54,1%
Resultado RSPGNF %/ PIB*	-3,2	-2,5	-2,5	-2,6	-1,8

#### ENCUESTA EXPECTATIVAS MENS. BCU- SET 023

	2023	2024	2025
PIB Var% respecto al año previo	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>
IPC. Var% respecto al cierre del año previo	<b>5</b>	<b>6,5</b>	6,2
TC \$/USD fin período	39,4	41,4	44,5
Result Fisc. Consol/PIB	-3,5	-3,5	-3,2
Tasa Empleo - Ocupados %	58	58,25	58,8
Tasa Desempleo %	8,1	8,00	7,9

Fuentes y Observaciones:

FMI Outlook ABRIL 2023; MEF Rend Ctas 2022 en SET 2023 y BCU

*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 inversor.<sup>6</sup>*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>6</sup> **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 previsibles 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 superior. Grado de inversión con observaciones.**



Ing. Agr. Adrián Tambler