

Proyecto de Inversión  
Uruguay  
Informe

## Ampliación Bv. Batlle y Ordóñez

Fideicomiso Financiero

### Calificación Nacional

Títulos	Monto hasta VN USD	Calificación
TD	\$ 8.400.000	A+(uy)

TD: Títulos de Deuda

#### Títulos de Deuda emitidos

Fecha	Monto VN USD
13.07.2005	USD 1.000.000
06.09.2005	USD 800.000
30.11.2005	USD 800.000
07.12.2006	USD 1.300.000
18.04.2007	USD 1.500.000
12.10.2007	USD 1.500.000
<b>Total</b>	<b>USD 6.900.000</b>

**Notas:** El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

### Analistas

Mauro Chiarini  
+54 11 5235-8140  
[mauro.chiarini@fitchratings.com](mailto:mauro.chiarini@fitchratings.com)

Eduardo D'Orazio  
+54 11 5235-8145  
[eduardo.dorazio@fitchratings.com](mailto:eduardo.dorazio@fitchratings.com)

### Evaluación

#### Riesgo crediticio

Fitch Uruguay confirma la calificación A+(uy) de los títulos de deuda emitidos y a emitirse por un monto de hasta VN USD 8,4 millones por el Fideicomiso Financiero Ampliación Bulevar Batlle y Ordóñez.

El 20.08.2009 se llevó a cabo una Asamblea de Tenedores que aprobó cambios en la fórmula de importes liberados a Grinor y autorizó la escisión de Abarca S.A. de Grinor S.A. La modificación de la fórmula de importes liberados a Grinor se debe a la adecuación de la misma al nuevo valor del VPI con el fin de que este nuevo valor no implique una precancelación acelerada de los TD. El incremento del VPI del proyecto es producto de la aplicación de los ajustes al mismo contemplados en el contrato de concesión. Por lo tanto, el nuevo VPI es de USD 13,8 millones frente a los USD 12,8 millones originales. Respecto de la escisión de Abarca S.A. de Grinor S.A., la misma se debe a cuestiones operativas. La IMM ha dado el consentimiento de la escisión debiendo las compañías conseguir la aprobación del Poder Ejecutivo. A la fecha la misma no se ha obtenido.

Luego de la Asamblea de Tenedores del 26.09.2006 los riesgos del fideicomiso cambiaron por lo que actualmente se concentra en el riesgo de la IMM para el pago de los vales. La principal modificación a los contratos es la limitación a los importes que se liberarán a Grinor en cada una de los pagos que efectúe la IMM. Esta limitación operará en caso que la relación, calculada valor presente, de los TD sobre los Vales de la IMM sea superior al 74%, en tal caso se ajustará el importe a liberar a Grinor tal que la mencionada relación nunca supere el 74%. Las modificaciones realizadas por la Asamblea, junto con el canje de vales realizado, eliminan los riesgos de construcción, de empresa y de descalce de tasa de interés para concentrarlo en la IMM.

El 18.08.2006, como consecuencia del transcurso de 24 meses desde el inicio de las obras y no habiéndose podido ejecutar la totalidad de las obras producto de los atrasos en la IMM en la entrega de las áreas expropiadas, se canjearon los vales leyes sociales y obra certificada existentes en el fideicomiso por nuevos vales leyes sociales y vales semestrales. Este canje produjo, entre otras, el incremento de Vales en poder del fideicomiso y la eliminación del techo a la tasa de interés de los Vales y de los TD.

El riesgo IMM se encuentra reducido por el mecanismo de interceptaciones de fondos en los agentes externos de cobro. En caso de incumplimiento de la IMM de cualquier pago y que se posean Vales con vencimiento en esa fecha, se podrá solicitar lo adeudado a los agentes externos de recaudación aplicando los fondos que hayan cobrado y/o cobren para la IMM.

A continuación, se detallan los TD emitidos y los pagos efectuados hasta la fecha de los mismos:

Ampliación Bv. Batlle y Ordóñez - TD emitidos y pagos (USD)				
Fecha	Concepto	VN	VP	Saldo
13.07.2005	Emisión	1.000.000	908.023	908.023
02.09.2005	Pago (-)	81.906	74.372	833.651
06.06.2005	Emisión	800.000	716.390	1.550.041
30.11.2005	Emisión	800.000	701.210	2.251.251
02.03.2006	Pago (-)	141.575	118.501	2.132.750
04.09.2006	Pago (-)	122.412	96.235	2.036.515
07.12.2006	Emisión	1.300.000	947.065	3.032.725
02.03.2007	Pago (-)	200.370	149.611	2.883.113
18.04.2007	Emisión	1.500.000	1.103.103	3.986.217
03.09.2007	Pago (-)	290.362	203.945	3.782.272
12.10.2007	Emisión	1.500.000	1.051.319	4.833.591
03.03.2008	Pago (-)	393.736	285.888	4.547.703
02.09.2008	Pago (-)	369.737	255.227	4.292.476
02.03.2009	Pago (-)	395.544	276.561	4.015.915
03.09.2009	Pago (-)	384.292	272.766	3.743.149

El detalle de los riesgos observados para los Títulos de Deuda son los siguientes:

**Riesgo de pagos de la IMM:** si bien la Municipalidad de Montevideo, en garantía de la construcción y mantenimiento de la concesión, emite Vales por la curva de los ingresos mínimos acumulados por el total del VPI ofertado; y estos vales, en caso de incumplimiento por parte de la IMM y existiendo vales con vencimiento en la misma fecha, tienen la posibilidad de interceptación de los fondos que los agentes de cobro externos de la IMM recauden para la Municipalidad, el principal riesgo de repago de los TD pasa por la capacidad de pago de la IMM.

La IMM es el centro urbano más importante de Uruguay, concentra más del 50% de la población del país y contribuye en aproximadamente un 58% al PBI nacional. El 95% de la población se asienta en zonas urbanizadas y las actividades principales son las secundarias y terciarias que aportan trabajo a la mayor parte de la población económicamente activa. Analizando los indicadores sociales y demográficos de la municipalidad se puede afirmar, que en términos relativos, son de bajo riesgo.

Considerando el período 2000-2007, la IMM se ha caracterizado por tener superávit operativo en sus cuentas fiscales, producto de un buen nivel de recaudación de tributos y un programa de control de gastos corrientes.

En cuanto a la estructura de ingresos, la IMM recibe muy pocos fondos de parte del Estado Nacional y aproximadamente el 70% son recursos de origen municipal, lo que evidencia una escasa dependencia respecto del Gobierno Central que le permite una mayor flexibilidad en materia de políticas públicas. Analizando las ejecuciones presupuestarias, se observa que las principales fuentes de recursos corrientes de la IMM son los ingresos territoriales (contribución inmobiliaria), los ingresos vehiculares (dentro del cual las patentes constituyen el 80% de este tipo de ingresos) y los ingresos domiciliarios que incluyen la recaudación por la tasa general municipal, tasa que se cobra en contraprestación a los servicios de alumbrado, salubridad y conservación y

vigilancia. Con menor participación aparecen otros recursos como ser la recaudación en concepto de contralor de edificaciones o servicios fúnebres, entre otros.

Los ingresos corrientes propios permiten cubrir la totalidad de los gastos de funcionamiento, dentro de los cuales las retribuciones personales representan la mayor participación (alrededor 63% del total de los egresos operativos a diciembre de 2007). El excedente resultante, luego de cubrir las erogaciones corrientes, le han permitido a la IMM financiar parte de las obras públicas, las cuales se fueron ajustando a la coyuntura nacional. A partir de la ejecución 2004, se observa un fuerte impulso a las inversiones públicas, dentro de las cuales se destaca la obra Bv. Batlle y Ordóñez como una de las obras “emblemáticas”, dado que el proyecto representa una mejora en las condiciones de circulación de una importante avenida de la ciudad.

Según lo presupuestado para el año 2009 en términos generales se estima que la recaudación global y a precios constantes del 2007 subirá producto de aumentos en los tributos de la municipalidad aunque se debe tener en cuenta posibles incrementos de la morosidad. Se estima controlar las erogaciones operativas de la intendencia en niveles razonables al contexto macroeconómico y se prevé continuar con el financiamiento a través de las líneas de endeudamiento del BID y en consecuencia con un plan de obras públicas a fin de mejorar la calidad de servicios de la ciudad.

La mayor parte de la deuda total de la IMM es a largo plazo y con Organismos Multilaterales (BID) y se encuentra relacionada a proyectos específicos de infraestructura. A efectos de cerrar su balance fiscal, la municipalidad depende principalmente de los desembolsos que le proporciona el BID con distintas líneas de financiamiento. Estos aportes, le permiten a la municipalidad mantener un desarrollo de obras públicas continuado y consistente a las necesidades de la población. Cabe aclarar que esta es la principal fuente de financiamiento de la IMM, habiéndose cancelado el total de sus pasivos con entidades financieras. Según lo informado por las autoridades no se prevén variaciones respecto a la financiación actual a través de la incorporación de nuevas formas de financiamiento.

Con relación al proyecto bajo análisis, Fitch Uruguay considera que la obra Bv. Batlle y Ordóñez representa un porcentaje relativamente bajo respecto del total de recursos de la IMM.

Por último, los pagos efectuados por la IMM dentro de la concesión son los siguientes:

Ampliación Bv. Batlle y Ordóñez - Pagos de la IMM			
Fecha	VPI %	VPI USD	USD Cobrados
02.09.2005	1,0%	128.300	173.460
02.03.2006	1,0%	128.300	183.499
04.09.2006	3,5%	449.050	649.663
02.03.2007	3,5%	449.050	707.478
03.09.2007	3,5%	449.050	739.231
03.03.2008	3,5%	449.050	778.984
02.09.2008	3,5%	449.050	742.300
02.03.2009	3,5%	449.050	778.300
03.09.2009 (1)	3,5%	718.470	1.220.871

(1) El pago incluye el ajuste al nuevo VPI

**Riesgo de interceptación de fondos:** si bien la posibilidad de interceptación de fondos en caso de incumplimiento del pago de los Vales por parte de la IMM reduce el Riesgo

Político o Normativo, como lo es la posibilidad que durante el transcurso de la vida de los TD, se modifiquen las reglas de juego vigentes al momento en que el inversor tomó su decisión de invertir, la posibilidad de interceptación de fondos se reduce a medida que la curva acumulada de ingresos se aleje de la curva de ingresos mínimos acumulados debido a la devolución anticipada de los Vales.

Por último, dado que el mecanismo de interceptación de fondos se ejecuta en caso de incumplimiento de la IMM y que existan Vales con vencimiento en esa fecha de pago, se ha estipulado un plazo de 30 días entre la fecha de pago de la IMM y la de pago de los TD a los efectos de ejecutar la garantía, en caso que se den la condiciones mencionadas, sin que la estructura caiga en incumplimiento. Por otro lado, ante un incumplimiento de la IMM y la no existencia de Vales con vencimiento en esa fecha de pago, la estructura caerá en incumplimiento. Asimismo, debemos mencionar que en caso de incumplimiento de la IMM por más de 90 días, es una causal de rescisión del contrato de concesión debiendo pagar la IMM un importe de 1,10 veces el monto calculado para la opción de rescate de la concesión.

**Riesgo Banco:** el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Uruguay podría tener inconvenientes y devenir en su quiebra, concordato, o concurso, pero dado que actúa como fiduciario del fideicomiso financiero, los activos fideicomitados no integran su patrimonio encontrándose exentos de posibles acciones de los acreedores del Banco. En este caso se deberá sustituir al fiduciario.

Otra implicancia que podría tener el riesgo banco es la eliminación de la línea de crédito durante el período de construcción por lo que se debería conseguir una línea similar en otra entidad financiera.

Asimismo, durante el período de mantenimiento esta situación afectaría como máximo al período entre la fecha en que el Banco hace efectivo el pago de la IMM y la fecha en que se paga a los tenedores de los TD. Sin embargo, se estima que este riesgo sería muy baja debido a que el tiempo entre el cobro a la IMM y el pago a los tenedores sería de aproximadamente de 2 días por semestre

## Riesgo de Estructura

La modificación introducida elimina los riesgos de construcción, de empresa y de descalce de tasa de interés para concentrarlo en la Intendencia Municipal de Montevideo. A su vez el riesgo IMM se encuentra reducido por la posibilidad de interceptación de fondos de los agentes de cobro.

Sin embargo como se ha mencionado en la sección anterior existen riesgos que pueden devenir en el incumplimiento de las obligaciones, en cuyo caso se resentiría la estructura con los efectos mencionados para el inversor.

Sin embargo, estos riesgos son cuantificables y han sido acotados de acuerdo a lo mencionado precedentemente.

## Riesgo de Mercado

**Riesgo cambiario:** Dado que el pliego determina el precio del “peaje sombra” en dólares estadounidenses y las obligaciones del TD también están denominadas en dólares estadounidenses no existiría riesgo cambiario desde este punto de vista, si bien se debe considerar que la IMM como pagadora, recibe sus ingresos en pesos.

**Riesgo tasa de interés:** es la diferencia existente entre la tasa promedio que devengan los activos del Fideicomiso (Vales) versus la de los pasivos (Títulos de Deuda). En caso que la diferencia de tasas nominales -activa menos pasiva- sea negativa, existe un

descalce de tasas que al devengarse sobre un saldo de capital igual generarían una pérdida.

Este riesgo se ha eliminado por la modificación del contrato de fideicomiso efectuada en la Asamblea de Tenedores del 26.09.2006 donde se incluye una limitación a los importes que se liberarán a Grinor en cada uno de los pagos que efectúe la IMM. Esta limitación operará en caso que la relación, calculada valor presente, de los TD sobre los Vales de la IMM sea superior al 74%, en cuyo caso se ajustará el importe a liberar a Grinor tal que la mencionada relación nunca supere el 74%.

De ejecutarse la Opción de Rescate de la Concesión, no existe riesgo de descalce de tasa de interés debido a que la misma, en caso de ejercerla la Municipalidad, la debe pagar a los cinco días hábiles siguientes.

En caso de incumplimiento de cualquier importe adeudado por la Municipalidad, devengará desde la fecha de incumplimiento, intereses moratorios a una tasa de interés nominal anual equivalente al 110% de la tasa de interés compensatorio aplicable al Vale que se trate. Adicionalmente, los importes adeudados bajo la documentación de la licitación devengarán un interés moratorio equivalente al 1% mensual. Por su parte, los TD generarán intereses moratorios desde el mismo momento en que se configure la mora y a la misma tasa de interés moratorio que los importes adeudados por la IMM bajo los créditos cedidos. En consecuencia, toda suma que perciba el Fiduciario en concepto de intereses moratorios, a excepción de los montos liberados a Grinor -salvo en los casos de aplicación del 100%- incluyendo IVA y COFIS, corresponderá a los inversores.

### Riesgo Legal

Fitch Uruguay consideró las Opiniones Legales de los asesores legales de Grinor S.A., Estudio Guyer & Regules, en su calidad de asesores legales e impositivos para la emisión de los Certificados de Participación y Títulos de Deuda.

Fitch Uruguay ha considerado en su análisis el Riesgo Político o Normativo, como lo es la posibilidad que durante el transcurso de la vida de los TD, se modifiquen las leyes y acuerdos vigentes al momento en que el inversor tomó su decisión de invertir, la posibilidad de interceptación de fondos se reduce a medida que la curva acumulada de ingresos se aleje de la curva de ingresos mínimos acumulados debido a la devolución anticipada de los Vales.

Dado que la presente operación está basada en una licitación y en un contrato de concesión de obra pública, la misma está sujeta al riesgo subnacional y soberano, y por ende susceptible de ser afectada por acciones que tome tanto la IMM como el Gobierno Uruguayo.

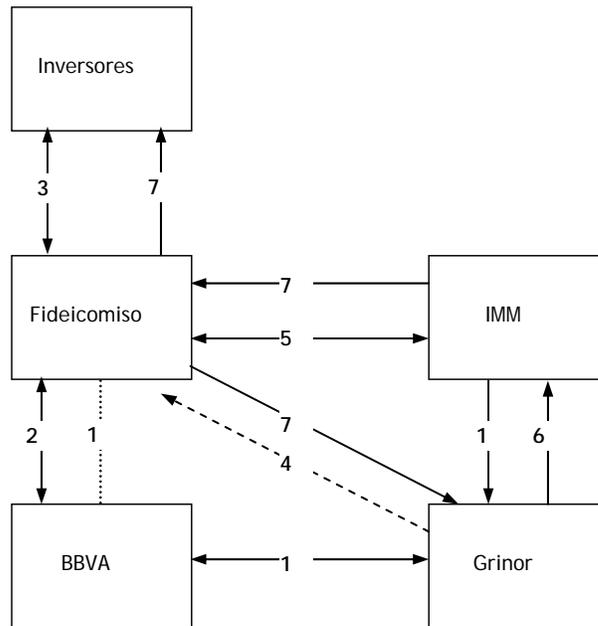
### Riesgo Impositivo

Fitch Uruguay consideró las Opiniones Impositivas de los asesores legales de Grinor, Estudio Guyer & Regules, en su calidad de asesores legales e impositivos para la emisión de los Certificados de Participación y Títulos de Deuda.

Una calificación en escala nacional, la misma está sujeta al riesgo subnacional y soberano, y por ende susceptible de ser afectada por acciones que tome tanto la IMM como el Gobierno Uruguayo.

## Estructura

Con el fin de financiar la obra, el BBVA y Grinor, suscribieron un contrato de apertura de crédito por un monto de hasta USD 1,5 millón revolving y hasta un total acumulado de USD 8,4 millones. A medida que avance la obra y por cada desembolso del préstamo, el Banco recibirá Documentos de Adeudo de Grinor los cuales van a contar con la cesión en garantía del 100% de los Vales emitidos por la IMM. Los Vales emitidos por la IMM son autónomos, independientes y no condicionados al cumplimiento de Grinor. En caso de incumplimiento de la IMM de cualquier pago y que se posean Vales con vencimiento en esa fecha, se podrá solicitar lo adeudado a los agentes externos de recaudación aplicando los fondos que hayan cobrado y/o cobren para la IMM.



### Mejoras crediticias

Los TD se repagarán exclusivamente con los flujos que reciba el Fideicomiso de la IMM y en los porcentajes cedidos.

**Interceptación de fondos:** los Vales emitidos por la IMM son autónomos, independientes y no condicionados al cumplimiento ulterior de Grinor. Asimismo, en caso de incumplimiento por parte de IMM de cualquier pago y se posean Vales con vencimiento en esa fecha, se podrá solicitar el pago adeudado a los agentes externos de recaudación aplicando los fondos que hayan cobrado y/o cobren para la Intendencia Municipal de Montevideo.

**Causales de cesión del 100% de los Pagos de la IMM:** si bien Grinor cede, en el caso que se hayan emitidos TD por un total acumulado de VN USD 8,4 millones, el 74% de los pagos netos de impuestos de la Municipalidad en concepto de peaje sombra, existen causales en donde el 100% del flujo corresponde al Fideicomiso. Estas causales son: i) ejecución de la "Put Option" por parte de Grinor -eliminada luego del canje de vales-; ii) ejecución de la opción de rescate de concesión por parte de la IMM; y iii) no cumplimiento de las obligaciones de operación y mantenimiento por parte de Grinor, este incumplimiento puede ser transitorio y hasta que no sea subsanado el 100% de los flujos menos IVA y COFIS se destinarán al pago de los TD.

En el caso que el monto total de los TD emitidos en las sucesivas series fuese inferior a

VN USD 8,4 millones, los porcentajes destinados al repago de los TD serán ajustados a los montos realmente emitidos de acuerdo las fórmulas incluidas en el contrato de fideicomiso a fin de determinar los importes que serán destinados al pago de los TD y liberados a Grinor.

**Relación entre los TD y los Vales:** no podrá ser superior al 74%. En cada fecha de pago se calculará la relación, calculada valor presente, de los TD sobre los Vales de la IMM no sea superior al 74%, en tal caso se ajustará el importe a liberar a Grinor tal que la mencionada relación nunca supere el 74%.

**Fondo de Reserva:** que se destinará a para cubrir la totalidad de los gastos reembolsables incurridos o que se anticipa razonablemente por parte del fiduciario que se incurrirán en los próximos seis meses, así como los tributos devengados o a devengarse a cargo del fideicomiso. El fondo de reserva se integrará: i) mientras no se complete el total de la emisión de TD (USD 8,4 millones), con el producido por cada una de las series a emitirse; y ii) cuando el fideicomiso comience a cobrar los importes de la IMM, deduciendo los importes necesarios para constituirlo y/o completarlo.

### Descripción de los activos fideicomitados

El activo del fideicomiso está integrado por documentos de Adeudo emitidos por Grinor y garantizados por la cesión de los Vales Expropiaciones, nuevos Leyes Sociales, Semestrales y Semestrales Complementarios de la IMM.

### Términos y condiciones de los títulos a emitir

Los Certificados de Participación (CP) y Títulos de Deuda (TD) a emitir dentro del Fideicomiso Financiero "Ampliación Bv. Batlle y Ordóñez" tendrán los siguientes términos y condiciones:

#### Certificados de Participación

Monto a emitir: USD 1

Beneficiario: Grinor

#### Títulos de Deuda

Monto a emitir: hasta USD 8.400.000

Tasa de interés: Libor + 600 bps. Hasta el 18.08.2006, fecha en que se efectuó el canje de vales, los TD tenían un techo en la tasa de interés del 9,5% n.a.

Forma de cancelación de los TD: tanto los desembolsos como los pagos de la IMM, en el porcentaje perteneciente al Fideicomiso, se actualizarán a la fecha de firma del contrato de concesión -25 de junio de 2004- a la tasa de interés del período. Al respecto, el Fiduciario llevará una cuenta denominada "Cuenta Deuda Fideicomiso" donde acreditará los desembolsos y debitará los pagos de la IMM y cuyo saldo representará el monto de capital adeudado por los TD actualizados al 25.06.2004. Los TD se considerarán cancelados cuando el saldo de la cuenta sea igual a cero.

Garantía: Los Títulos de Deuda están garantizados con la cesión, en el caso que se hayan emitidos TD por un total acumulado de VN USD 8,4 millones, del 74% de los pagos netos de impuestos que efectúe la Municipalidad en concepto de "Peaje Sombra". Adicionalmente, en la actualidad existen dos situaciones en donde el 100% de los pagos, excepto IVA y COFIS, corresponden al Fideicomiso. A su vez, estos pagos están documentados con la emisión de Vales por una curva de ingresos mínimos que aseguran el pago en un plazo máximo de 30 semestres. Adicionalmente, los Vales cuentan con la

posibilidad de interceptación de fondos en caso de incumplimiento de la Municipalidad.

En el caso que el monto total de los TD emitidos en las sucesivas series fuese inferior a VN USD 8,4 millones, los porcentajes destinados al repago de los TD serán ajustados a los montos realmente emitidos de acuerdo las fórmulas incluidas en el contrato de fideicomiso a fin de determinar los importes que serán destinados al pago de los TD y liberados a Grinor.

Adicionalmente, en caso que la relación, calculada valor presente, de los TD sobre los Vales de la IMM sea superior al 74%, en tal caso se ajustará el importe a liberar a Grinor tal que la mencionada relación nunca supere el 74%.

Cotización: Los TD se cotizarán en la Bolsa de Valores de Montevideo y/o en la Bolsa Electrónica de Valores.

### Prioridad en los pagos

El patrimonio fiduciario y los créditos cedidos deberán ser aplicados a la cancelación de las obligaciones del fideicomiso en el siguiente orden:

1. A la integración del Fondo de Reserva;
2. Al pago de los honorarios profesionales y gastos a abonarse a Grinor por única vez;
3. A la cancelación de cualquier importe adeudado al Banco en carácter de precio de transferencia de los Documentos de Adeudo;
4. Al repago de: i) cualquier excedente a Grinor; y ii) los TD según el procedimiento detallado;
5. Una vez amortizados totalmente los TD el remanente será liberado a Grinor.

### Antecedentes

**Proyecto:** Construcción, operación y mantenimiento del Boulevard José Batlle y Ordóñez entre Camino General Raíz y Camino Lecocq de la ciudad de Montevideo.

En diciembre de 2003, Grinor resultó adjudicataria de la licitación Nro. 1471 de la Intendencia Municipal de Montevideo para la construcción y mantenimiento del Boulevard José Batlle y Ordóñez. El 25 de junio de 2004, la IMM y Grinor firmaron el contrato de concesión de obra pública del proyecto.

La obra es de una extensión de 3,9 kilómetros cuyo financiamiento correrá por cuenta de Grinor, quien recibirá como contraprestación por los trabajos ejecutados lo recaudado en concepto de "Peaje Sombra" o "Shadow Toll" a ser pagado por parte de la IMM.

**Empresa Constructora y Adjudicataria:** Grinor S.A. es una empresa constructora uruguaya constituida en 1993 con actividades en las áreas de vialidad, viviendas, infraestructura eléctrica y áreas verdes con un facturación anual promedio en los últimos 5 años de USD 6,5 millones. Concentra el 80% de su facturación en el área de vialidad urbana realizando todo tipo de pavimentos y otras tareas directamente vinculadas a esta.

**Contratista:** Intendencia Municipal de Montevideo

**Fiduciario y Fideicomitente:** Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Uruguay S.A. ("BBVA" o el "Banco") es una entidad financiera uruguaya cuyo principal accionista es el Banco

Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. (España) con una participación del 99,9999%. BBVA se encuentra calificado por Standard & Poor's a nivel local en la categoría uy.AA-; mientras que su principal accionista es calificado internacionalmente por Fitch Ratings en la categoría AA-. A principios de 2002, dentro del proceso de fusión iniciado en España, BBVA decide fusionar sus bancos precedentes -BBV Banco Francés Uruguay S.A. y Banco Exterior de América S.A. Argentaria.

**Organizador, colocador, entidad de registro y prestamista:** Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Uruguay S.A.

**Consultores Legales:** Guyer & Regules

**Auditores del Fideicomiso:** Tea Deloitte & Touche

**Nota:** El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

## Dictamen

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. reunido el día 30 de octubre de 2009, confirmó la calificación de los Títulos de Deuda (TD) del Fideicomiso Financiero Ampliación Bv. Batlle y Ordóñez en la siguiente categoría:

TD hasta VN USD 8.400.000	A+(uy)
---------------------------	--------

TD: Títulos de Deuda

**Categoría A(uy):** "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**Nota:** Los signos "+" o "-" se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la Categoría a la cual se los añade.

Copyright © 2009 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Se prohíbe la reproducción total o parcial excepto con consentimiento. Derechos reservados. Toda información contenida en el presente informe se basa en información obtenida de los emisores, otros obligacionistas, underwriters, u otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita ni verifica la veracidad o exactitud de tal información. En consecuencia, la información volcada en este informe se provee como fue recibida, sin representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión de la calidad crediticia de un título. La calificación no releva el riesgo de pérdidas generadas por otros riesgos que no sean crediticios, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe que contenga una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes con relación a la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a discreción de Fitch. Fitch no otorga asesoramiento respecto de inversiones de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación de compra, venta o tenencia de ningún título. Fitch recibe honorarios de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligacionistas y underwriters, por la calificación de los títulos. Dichos honorarios generalmente varían desde US\$ 1.000 hasta US\$ 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por un sólo honorario anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre US\$ 10.000 y US\$ 1.500.000 (u otras monedas aplicables). El otorgamiento, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con ningún tipo de registración ante las autoridades del mercado de valores de los Estados Unidos, el Financial Services Act de 1968 de Gran Bretaña, o las leyes que regulan el mercado de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de los medios electrónicos de publicación y distribución, los informes de Fitch pueden estar disponibles a suscriptores electrónicos hasta tres días antes que para los suscriptores de información impresa.