

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO
FONDO CAPITAL I”**

Montevideo, abril de 2017

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

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE "FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO CAPITAL I" 25-04-2017

Denominación:	Fideicomiso Financiero Fondo Capital I
Plazo:	hasta 20 años a partir de la emisión.
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por hasta la suma de UI 940 millones de Valor Nominal
Activo Fideicomitado:	Cesión de la Intendencia de Montevideo de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE).
Emisor:	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA)
Fideicomitente:	Intendencia Departamental de Montevideo (IM)
Amortización:	El capital de los TTDD será amortizado en cuotas bimensuales a partir del período de integración, estimado en 5 años. En principio a partir de 2022 y hasta 2036. La IM se reserva el derecho de realizar cancelaciones anticipadas dentro de cada año.
Pago de intereses:	mensualmente durante el período de integración (estimado en 5 años) y luego en cuotas bi mensuales conjuntamente con la amortización de capital.
Fecha y monto de la 1era. emisión:	26/12/16 por UI 10 millones.
Tasa:	7 % efectivo anual
Fiduciario:	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA)
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A- uy
Vigencia de la calificación:	hasta noviembre de 2017
Manual:	Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda de oferta pública emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Fondo Capital I" manteniendo la categoría A- uy de grado inversor.

El objeto de esta emisión consiste en la generación de recursos para la realización de inversiones en obra pública por parte de la Intendencia de Montevideo (en adelante IMM) por un importe de hasta UI 940.000.000.

A efectos de realizar dichas inversiones, la IMM requiere de financiamiento para lo cual plantea la emisión de uno o varios títulos de deuda de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso por un monto de hasta UI 940.000.000. El repago de los títulos estará respaldado con la parte de cobranza de tributos que transferirá la IMM en forma bimensual a razón de UI 18 millones hasta cancelar la totalidad de los títulos emitidos, los intereses y los fondos necesarios para cubrir otros gastos con un tope de UI 2.160 millones.

Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- El presente fideicomiso se realiza al amparo de la Ley 17.703 y por las razones que se desarrollaron en profundidad en el informe jurídico que acompañó la calificación original, "no se advierten riesgos jurídicos estructurales en el proceso de emisión".
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

Respecto de la Administración:

- 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. Se destaca la creación de una Comisión Especial, órgano político con representación de la oposición que no integra la estructura administrativa pero con función de seguimiento de lo actuado, y la figura del Agente Certificador, un tercero independiente que tendrá la función de contralor de las actuaciones en lo concerniente a la realización de la obra pública y a la contratación de la misma ¹.

Respecto de los flujos proyectados:

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda representa, en términos anuales, un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (2 %) y aún de la cobranza que se cede, menos del 10 % de la misma. Si bien, la IMM declara tener otra afectación de recursos, que se analizará más adelante, la misma no reviste una magnitud tal que invalide esta aseveración, y no interfiere con la cesión del SUCIVE a este fideicomiso en tanto proviene de otra fuente.

¹ El agente certificador será UNOPS (The United Nations Office for Project Services) organismo operacional de las Naciones Unidas que apoya a sus asociados en la ejecución de sus proyectos.

- Tampoco parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de patente de rodados por debajo del nivel exigido por esta operación.
- El severo análisis de sensibilidad practicado por CARE, reproduciendo en este caso la situación de los años 2001/2003, según su metodología, resultó satisfactorio.
- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IM, tanto la propia como la de origen nacional.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- La votación lograda en la Junta, la intervención del Tribunal de Cuentas, así como la creación de estructuras de supervisión de amplia base política, permiten contemplar satisfactoriamente los aspectos del riesgo político que podrían afectar la situación de los compromisos asumidos en esta operación. Por otra parte, otras fortalezas de la naturaleza misma de la estructura colaboran en este sentido.
- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación, que no estén debidamente contemplados. en particular se destacan los compromisos contractuales para resguardar el rubro de retribuciones personales .

² Cláusula 28, Contrato de fideicomiso.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos por REPUBLICA AFISA (en adelante RAFISA) en su calidad de Administradora Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Fondo Capital I (en adelante FFFC I) por un monto total de hasta la suma de UI 940.000.000 que serán adquiridos por los beneficiarios. Los títulos que se califican se emiten con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos futuro que por concepto de cobro de tributos departamentales, comprendidos en el SUCIVE, es fideicomitado por la IMM a RAFISA por hasta la suma necesaria para cubrir la cancelación de los títulos, los intereses comprometidos y todos los gastos inherentes a la implementación y administración de esta operación. Esta suma se integrará a razón de UI 18 millones bimensuales a partir del mes de enero siguiente a la fecha de emisión más los fondos necesarios para cubrir los gastos del fideicomiso.

RAFISA integrará este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada; el eventual remanente a la extinción del fideicomiso será transferido a la IMM.

Los tributos a fideicomitir por parte de la IMM son los derechos de crédito presentes y futuros por concepto de recaudación del impuesto a los vehículos de transporte (numeral 6º del artículo 297 de la Constitución de la República), los recargos, multas y moras, así como las multas que pudieran corresponder a los propietarios, poseedores o conductores, a los que tiene o tenga derecho la IMM (en adelante "Ingresos Vehiculares"). Estos son los recursos cedidos al SUCIVE según Ley No. 18.860 del 28/12/11. La Cesión de Créditos incluye los pagos realizados bajo el contrato de Fideicomiso SUCIVE así como los eventuales contratos que se firmen en el futuro para la cobranza de los Ingresos Vehiculares de la IMM hasta la concurrencia de todos los importes adeudados bajo el Contrato de Fideicomiso en los plazos y condiciones establecidos.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una firma 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.³

³ La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera.

⁴ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

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 corresponde⁴.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores nominativos, indivisibles y pertenecerán en una primera instancia al beneficiario (los inversores) y serán emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se amortizarán en un período de 15 años, en cuotas bimensuales a partir del periodo de integración o periodo de ejecución de obras estimado en 5 años, es decir, se espera comenzar a amortizar no más allá del 4/2/22 y hasta el 4/12/36. La IMM se reserva el derecho de realizar cancelaciones anticipadas dentro de cada año.

Los intereses se cancelarán mensualmente durante el período de integración y una vez culminado el mismo se cancelarán conjuntamente con la amortización en cuotas bimensuales hasta su cancelación total. La cuota bimensual conjunta de capital e intereses se estima en UI 17.495.562.

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 el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe acompañara como anexo al informe de calificación original.

2. Antecedentes generales

La Intendencia Municipal de Montevideo (IMM) ha decidido realizar diversas obras públicas en el Departamento por un total de, aproximadamente UI 940.000.000 según detalle que se describe en el Anexo A del Contrato de Fideicomiso y que se resume en lo siguiente:

- Hasta UI 700.000.000 (Setecientos millones de Unidades Indexadas) para obras de Movilidad Urbana incluyendo las intervenciones en Av. Belloni, Cno. Cibils desde Cno. Tomkinson hasta Av. Carlos María Ramírez, Av. San Martín entre Domingo Arena y Aparicio Saravia y un cruce a desnivel en Av. Italia entre Br. Artigas y Centenario.
- El saldo del producido de la emisión, para la realización de obras y adquisición de bienes y servicios con destino a la gestión de los Residuos sólidos urbanos y servicios de limpieza y disposición final de los mismos, incluyendo una planta de preclasificación y compactación de residuos sólidos urbanos.
- Se prevé la posibilidad de contemplar obras que posteriormente la Junta Departamental incluya como obra a financiar por el Fondo Capital (ver Contrato, artículo 2 Definiciones).

El Tribunal de Cuentas de la República (TCR) emitió informe con fecha 20 de enero de 2016 que en lo sustancial dice: *“se cumplió en todos sus términos el artículo 301.2 de la Constitución de la República”*. No obstante realiza también otras observaciones que, en cuanto eventuales riesgos jurídicos de la estructura, se analizan en el Anexo 1 de la calificación original.

Por Decreto de la Junta Departamental de Montevideo N° 35.827 de fecha 1° de febrero de 2016, se aprobó la creación del Fondo Capital con destino a financiar obras públicas de movilidad urbana, y gestión y tratamiento de residuos sólidos de la ciudad de Montevideo. Dicho Fondo se financiará con los ingresos obtenidos por la Intendencia provenientes del SUCIVE, por los montos anuales necesarios para realizar el repago de un capital de hasta UI 940.000.000 (Unidades Indexadas novecientos cuarenta millones) más intereses y gastos de estructuración y administración del financiamiento; y eventualmente con otros recursos aportados por la Intendencia.

El Intendente de Montevideo promulgó el Decreto 35.827 en fecha 4 de febrero de 2016 según Resolución No. 492/16. Este Decreto habilitó a la Intendencia a constituir un Fideicomiso mediante el aporte de activos del Fondo.

La IMM había adherido al Fideicomiso Financiero SUCIVE el día 4 de enero de 2012 siendo, desde esa fecha, la titular del 100 % de lo recaudado por el mismo en lo que refiere al Departamento de Montevideo.

El 9 de junio de 2016 la Comisión de Seguimiento del SUCIVE, creada por el art. 3 de la Ley 18.860, otorgó el aval correspondiente a efectos de la cesión de derechos, por parte de la IMM, en consonancia con el decreto departamental y previa ratificación del Congreso de Intendentes del 19 de mayo de los corrientes. Todo lo cual fue informado a RAFISA.

En virtud de lo anterior, las partes (IMM y RAFISA) constituyeron el fideicomiso que nos ocupa, mediante el cual la IMM como administradora del Fondo Capital y en su calidad de fideicomitente, cede créditos del mismo para emitir Títulos de Deuda y se realicen obras en la ciudad de Montevideo.

En cumplimiento de los fines del Fideicomiso, el Fiduciario será el encargado de contratar con los Proveedores que sean necesarios para llevar adelante las Obras. Para ello realizará los llamados a interesados que correspondan, siguiendo las recomendaciones y con la documentación y pliegos de condiciones que sean elaborados por la IMM. Asimismo, y en caso de ser necesario, se podrán contratar consultores externos, a efectos de asesorar en las mencionadas contrataciones o en los que fuere necesario respecto de las Obras. Todo este proceso será supervisado por el agente certificador. El Fiduciario está autorizado también para reembolsar a la Intendencia, todos aquellos gastos vinculados a Obras que hayan sido adelantados por la IMM, o que sean abonados directamente por la Intendencia (por ejemplo, pagos por expropiaciones que deban ser realizadas para llevar adelante las Obras).

3. Objeto de la calificación e información analizada.

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo del o los beneficiarios, de recuperar el monto por el que adquirieron los títulos de deuda en las condiciones de interés y plazo, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada en esta oportunidad incluye entre otros los siguientes documentos:

- Informe de calificación original
- EE.CC de la fiduciaria al 31/12/16
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/16
- Información de RAFISA sobre la marcha de las operaciones.

Hechos ocurridos en el periodo

- El 26/12/16 RAFISA emite valores por UI 10 millones según surge del documento de emisión de esa fecha. El interés se fijó en 7 % efectivo anual desde la fecha de emisión.
- Se realizó un llamado para “Servicios de consultoría, para la realización de los proyectos de drenaje y saneamiento en el marco de las obras de repavimentación y ensanche del Camino Cibils, entre Camino Tomkinson y la Avenida Carlos María Ramírez.” el mismo ya fue adjudicado a Estudio Pittamiglio. Una vez aprobado por el BCU se firmará el contrato respectivo.
- Está culminando la elaboración de los pliegos para realizar el llamado público a expresiones de interés a empresas constructoras para “Repavimentación y ensanche de Avenida José Belloni entre Colector Perimetral y Avenida de las Instrucciones” ; se espera realizar el llamado en el próximo mes de mayo. Ya se terminó el proyecto ejecutivo y los pliegos correspondientes y se está a la espera de la aprobación por parte del Organismo Certificador (UNOPS) para proceder el llamado a licitación.
- Se ha avanzado en los proyectos ejecutivos de la ampliación de Camino Cibils, estimándose que está en un 50%.
- Se ha definido el alcance y se está comenzando con el proyecto ejecutivo del cruce a desnivel de Av. Italia.
- Se está avanzando en los proyectos del área ambiental (Centros logísticos, planta de clasificación de residuos secos, centros de recepción), estimándose que se está en un 25% de avance de los mismos.
- El Fideicomiso comenzó a pagar los intereses mensuales por la emisión realizada en diciembre pasado y a percibir las cesiones por parte de la IM en los montos necesarios.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán adquiridos por el o los beneficiarios, en oferta pública, en dos tramos según se detalla más adelante. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de la recaudación correspondiente y necesaria de tributos municipales a los vehículos automotores. Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

Títulos:	Títulos representativos de deuda
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
Monto de Emisión:	Hasta UI 940.000.000
Interés:	7 % efectivo anual.
Plazo:	Hasta 20 años a partir de la emisión. Este período se compone, en principio, de 5 años para la ejecución de obras e integración de los fondos emitidos y 15 años para su cancelación.
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda serán cancelados en cuotas mensuales durante el período de integración y posteriormente en cuotas bimensuales conjuntamente con la amortización de capital.
Amortización de capital:	El capital comenzará a amortizarse luego de culminado el período de ejecución, en cuotas bimensuales por un período estimado en 15 años. Tentativamente la primera cuota vence el 4/2/22 y de ahí en más todos los meses pares, sin perjuicio de la facultad del Fideicomitente de solicitar el pago en forma anual en el mes de febrero, y en tal caso adelantándose y cancelándose los pagos del año corriente calendario.
Activo fideicomitado:	Flujo de Fondos por UI 18.000.000 bimensuales hasta alcanzar la suma necesaria para que el Fideicomiso cancele todas las obligaciones emergentes del Contrato. El flujo provendrá de los créditos presentes y futuros que la IMM tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE por concepto de los pagos que por tributos, precios y otros ingresos departamentales efectúen sus contribuyentes y clientes, independientemente de quién sea en el futuro el fiduciario administrador del SUCIVE.

Agente

certificador: Oficina de las Naciones Unidas de Servicios Para Proyectos (UNOPS)

Entidad

Representante: Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA)

Entidad

Registrante: Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

Calificación

de Riesgo: A- uy

Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos y de un financiamiento a largo plazo que trasciende el período de la actual administración municipal, el análisis jurídico es básico para blindar el negocio financiero. Resulta clave por tanto a juicio del Comité de Calificación de CARE la legitimación de todo lo actuado.

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó al informe de calificación original como Anexo 1 por lo que se considera innecesario reiterar acá y sólo se reproduce, a título informativo, su conclusión final:

“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión.”

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago al o los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En función de los análisis realizados 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

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de República AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

REPÚBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16.774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomisos financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17.703 de octubre de 2003.

Según EE.CC al cierre del 31/12/2016 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 557.910. Esto supone una disminución del orden del 10 % respecto al que tenía al 31/12/2015. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 3,75. 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 \$)	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Activo	636.880	714.204	535.512
Activo Corriente	219.778	457.830	339.206
Activo no Corriente	417.102	256.374	196.306
Pasivo	78.969	96.271	66.646
Pasivo Corriente	58.536	87.650	59.985
Pasivo no Corriente	20.433	8.621	6.662
Patrimonio	557.910	617.932	468.866
Pasivo y Patrimonio	636.880	714.204	535.512
Razón Corriente	3,75	5,22	5,65

Fuente: EE.CC RAFISA

La firma muestra una disminución en su facturación (4,20%) en relación al mismo período del ejercicio anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos en el último ejercicio y su comparativo con los dos anteriores.

CUADRO 2: Estado de Resultados			
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	307.513	321.020	270.138
Gastos de Adm y Ventas	(217.054)	(206.613)	(191.557)
Resultado Operativo	90.458	114.408	78.581
Resultados Diversos	84	41	597
Resultados Financieros	29.802	84.555	38.125
IRAE	(31.299)	(49.938)	(22.255)
Resultados del Ejercicio	89.044	149.066	95.047

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva y pese a la caída en los resultados resultados, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 31 de diciembre de 2016, RAFISA mantenía la administración de 46 fideicomisos y un fondo de inversión distribuidos en áreas diversas. A vía de ejemplo, 11 fideicomisos por recuperación de carteras; 16 con intendencias municipales; 7 con instituciones de asistencia médica colectiva; 3 para desarrollar parques eólicos entre otros. Es decir, pese a una leve caída en la facturación sigue contando con una importante cartera de fideicomisos en administración, tanto en cantidad como en variedad, lo que garantiza su idoneidad para la función.

El Fideicomiso

El Fideicomiso se crea mediante contrato celebrado el 26 de setiembre de 2016 entre RAFISA (la fiduciaria) y la Intendencia de Montevideo (IM). Según modificación de contrato de fecha 25 de noviembre de 2016 se fijó el monto de la cesión bimestral que la IM hará al Fideicomiso para cubrir la cancelación de los títulos, sus intereses y demás gastos, en UI 18 millones. Esto tendrá un tope de UI 2.160 millones. En consecuencia, el cronograma de fondos a percibir por parte del Fideicomiso desde el año 2017 hasta el año 2036 inclusive es de UI 108 millones anuales (pagaderos en seis cuotas bimensuales de UI 18 millones cada una).

El valor nominal de la primera emisión ascendió a UI 10 millones, como contrapartida se recibieron UI 10.608.933, correspondiendo el excedente a la prima por emisión.

Al 31/12/16, sus estados contables mostraban lo siguiente:

CUADRO 3: Estado de Situación del FF	
(millones \$)	31/12/16
Activo	4.443
Activo Corriente	405
Activo no Corriente	4.038
Pasivo	37
Pasivo Corriente	5
Pasivo no Corriente	32
Patrimonio	4.406
Pasivo y Patrimonio	4.443
Razón Corriente	81,00

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Apenas registra la emisión recibida y la por emitir, no corresponde comparativo por ser el primer ejercicio.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa fiduciaria está autorizada desde el año 2004 por el Banco Central de Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior resulta muy poco probable. *Riesgo muy bajo.*

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. Como queda referido el fiduciario recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza de patentes de vehículos y demás ingresos vehiculares de la IDF y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda que se emitirán alcanzarán un total de hasta UI 940.000.000. La suscripción se realizará en dos tramos, uno competitivo y otro no competitivo, según condiciones que se establecen en el prospecto.

Los mismos se amortizarán en cuotas bimestrales a partir de febrero de 2022 durante 15 años. Los primeros 5 años, período de integración, solo se pagarán intereses en forma mensual. Para hacer frente a estos compromisos, así como al objeto principal que es el pago de las obras, el fideicomiso cuenta con el monto de la emisión y con la cesión de tributos provenientes del SUCIVE y corresponden a la IMM.

El contrato prevé como aspecto novedoso el que sea el propio fideicomiso quien lleve adelante el proceso de contratación de proveedores que ejecutarán la obra prevista. Sin embargo es la IMM la encargada de confeccionar los pliegos que regirán dicho proceso así como seleccionar y contratar la figura del Agente Certificador encargada del contralor de todo lo actuado. Se trata en este caso de un organismo de Naciones Unidas lo que asegura transparencia e idoneidad. Habrá, además una Comisión Especial con amplia representación política con funciones de seguimiento. Todo el procedimiento está exhaustivamente descrito en el Contrato de Fideicomiso y fue objeto de especial atención en el análisis jurídico que practicó CARE con las conclusiones expuestas en el capítulo correspondiente.

Análisis de Suficiencia

Está previsto que la IMM ejerza la opción de pagar anticipadamente el importe anual (amortización e intereses) en el primer vencimiento, esto es en el mes de febrero. Importa entonces analizar la cifra que esto supone en relación a la cifra de tributos cedidos y la relación entre éstos y el total recaudado.

En forma conservadora, en el cuadro siguiente se simula el cronograma de pagos según el escenario más oneroso posible: a) que la IMM no haga uso de la opción de pago anticipado, b) que se aplique la tasa máxima autorizada, 8 %.

CUADRO 4: Cronograma tentativo de pagos máximo (miles de UI)

año	pago	capital	intereses	cesiones	excedente
2017	66.737		66.737	108.000	41.263
2018	72.804		72.804	108.000	76.459
2019	72.804		72.804	108.000	111.655
2020	72.804		72.804	108.000	146.851
2021	72.804		72.804	108.000	182.047
2022	117.108	46.159	70.949	108.000	172.939
2023	104.976	36.915	68.061	108.000	175.963
2024	104.976	39.868	65.108	108.000	178.987
2025	104.976	43.058	61.918	108.000	182.011
2026	104.976	46.502	58.474	108.000	185.035
2027	104.976	50.222	54.754	108.000	188.059
2028	104.976	54.240	50.736	108.000	191.083
2029	104.976	58.579	46.397	108.000	194.107
2030	104.976	63.265	41.711	108.000	197.131
2031	104.976	68.326	36.650	108.000	200.155
2032	104.976	73.792	31.184	108.000	203.179
2033	104.976	79.695	25.281	108.000	206.203
2034	104.976	86.070	18.906	108.000	209.227
2035	104.976	92.955	12.021	108.000	212.251
2036	104.976	100.392	4.584	108.000	215.275
Totales	1.944.725	940.000	1.004.687	2.160.000	

Fuente: RAFISA

Puede observarse que aún en esta hipótesis de máxima, los fondos comprometidos al fideicomiso son más que suficientes para cancelar los títulos, los intereses devengados y generar un saldo en exceso como para afrontar los demás gastos inherentes a la operación, que han sido estimados por RAFISA en un total de miles de UI 34.169 por todo el período.

Se reitera que este escenario es poco probable que se de; efectivamente, como se verá más adelante, la opción de pago anticipada es perfectamente posible en virtud de la distribución de la recaudación del SUCIVE a lo largo del año y, realizada la primera emisión, la tasa fijada fue de 7 % y no de 8 % como se tomó en el cuadro precedente. En próximas emisiones se verá la tasa fijada la que, eventualmente, ameritará la corrección del cronograma mencionado.

Habiendo comprobado la suficiencia de los tributos cedidos, interesa conocer cuanto representa este compromiso respecto al total de la recaudación por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE) y aún respecto a la totalidad de sus recursos.

En tal sentido, a continuación se expone en el cuadro siguiente, en forma resumida, las principales partidas del presupuesto de la IMM actualmente vigente expresadas en millones de UI.

CUADRO 5: Presupuesto 2016 a 2020 a valores de diciembre 2014

(millones UI)	2016	2017	2018	2019	2020
Recursos totales	5.265	5.334	5.409	5.479	5.532
Recursos propios	4.732	4.779	4.826	4.874	4.922
Ingresos Vehiculares	1.339	1.352	1.366	1.379	1.393
Otros propios	3.393	3.426	3.460	3.495	3.529
Recursos Gobierno Central	533	556	583	605	610
Egresos	5.055	5.062	5.055	4.979	4.938
Gastos de Funcionamiento	1.608	1.615	1.610	1.602	1.594
Retribuciones personales	2.547	2.547	2.547	2.547	2.547
Inversiones	764	764	762	695	661
Junta Departamental	136	136	136	136	136
Resultados antes de amortizaciones	210	271	354	498	593
Amortizaciones financieras largo plazo (1)	206	225	291	411	496
Superávit para amortizar crédito BROU	-	35	35	35	35
Superávit afectado a déficit acumulado	4	11	28	53	62
Resultado final	0	0	0	(0)	0

(1) incluye amortización y gastos del Fondo Capital;

Nota: la conversión a UI se hizo según cotización al 31/12/14, 2,9632

Fuente: Presupuesto quinquenal de la Intendencia de Montevideo aprobado por la Junta Departamental

Por otra parte, la recaudación real del SUCIVE correspondiente a la IMM se situó en 2016 en el orden de las UI 1.109 millones registrando un incremento sostenido desde el año 2013 según se puede apreciar en el cuadro a continuación. La información suministrada a CARE por RAFISA para los dos primeros meses del año 2017 (históricamente representa más del 50 % del total) revelan un incremento de la recaudación de casi el 14 % en moneda nacional corriente lo que sugiere que el incremento real se sostiene.

CUADRO 6: Recaudación SUCIVE -mills. UI

Año	Monto	Incremento
2016	1.109	1,09
2015	1.013	1,19
2014	849	1,15
2013	739	

Fuente: Prospecto y RAFISA

En términos anuales, el compromiso de tributos a fideicomitir es de UI 108 millones, producto de seis cuotas bimensuales de UI 18 millones. Esto representa 2 % de los recursos totales de la IMM para el año 2017 y menos del 10 % de la recaudación del SUCIVE del 2016 con la salvedad que si la evolución de la misma se mantiene creciente como hasta ahora, dicho porcentaje disminuirá.

Interesa no obstante, analizar la cadencia en que habrá de producirse la cesión de tributos. Efectivamente, está previsto que la remuneración de los títulos se haga en cuotas bimensuales pero la IMM se reserva el derecho de anticipar, dentro de cada año, el pago total en el primer vencimiento, esto es, en el mes de febrero. Esto responde a que, si bien la recaudación de los tributos vehiculares se distribuye de la misma forma que el pago propuesto (en forma bimensual) la misma no es proporcional sino que tiene una alta concentración en la primera cuota anual (enero) por el incentivo que representa los descuentos ofrecidos por cancelación de la patente anual en esa fecha. Al respecto la IMM informa que, históricamente,

en enero se concentra alrededor del 50 % de la recaudación total mientras que para las 5 restantes cuotas (meses impares) la recaudación oscila entre 6 % y 7% en cada cuota completándose el resto de la recaudación en los meses sin vencimiento (pares) a razón de 2 % a 5 % (información más detallada sobre el comportamiento de esta recaudación se puede consultar en el Prospecto)

Si tomamos como referencia la recaudación del SUCIVE alcanzada en 2016, la distribución de recaudación que se puede esperar en el futuro debería ser, aproximadamente, la que se expone en el cuadro siguiente:

CUADRO 7: Recaudación mensual			
En Mills UI			
enero	555	julio	61
febrero	30	agosto	35
marzo	67	setiembre	66
abril	35	octubre	30
mayo	66	noviembre	61
junio	30	diciembre	31
Total			1.109

Fuente: CARE según Prospecto

Esto sin tener en cuenta que el comportamiento de la misma ha sido creciente desde que rige el SUCIVE. En todo caso se puede observar que el compromiso de ceder al fideicomiso UI 18 millones bimensualmente es perfectamente alcanzable; es más, si la IMM optara por anticipar los pagos al primer vencimiento anual se observa que también sería posible. Las cesiones anuales máximas suman UI 108 millones y la recaudación esperada para el mes de enero, de acuerdo al cuadro precedente, alcanzaría la suma de UI 555 millones.

Otras cesiones

Según cláusula 28 literal a del contrato de fideicomiso, la IMM declara y garantiza que *"A la fecha no existen cesiones de créditos anteriores de los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE"*.

Sin perjuicio de lo anterior se informa que existe una cesión a favor del BROU del 50 % de los tributos recaudados a través de ABITAB excepto los correspondientes al SUCIVE. Esto es en garantía de una línea de crédito abierta que mantiene la IMM con el BROU por \$ 850 millones.

La cesión de créditos así definida representó para el año 2015 la cantidad de \$ 1.466 millones que no fueron afectados por encontrarse la IMM al día con sus obligaciones con el BROU. A los efectos de simular una contingencia de afectación de esta cesión, CARE utilizó el criterio de afectar el monto previsto en el presupuesto (\$ 105 millones por año) que cancelaría el pasivo actual. En caso que se vuelva a hacer uso de la línea de crédito citada, la IMM se compromete a informar a CARE.

Sensibilización

No resulta pertinente vincular el riesgo de modo estrecho con la realidad económica actual de la IMM. Solo puede mencionarse que no resulta posible que la intendencia deje de funcionar, o que deje de recaudar conforme a lo establecido. No obstante, a modo de sensibilización, se reitera el análisis efectuado en

ocasión de la calificación original por mantener vigencia.

Se estableció la eventualidad de un escenario de crisis económica que implique una caída importante de la recaudación. En tal sentido, la información que obra en poder de CARE proporcionada por OPP, establece que en la crisis del 2001/2003 cayeron mucho más los ingresos de las intendencias en general, provenientes de fuentes locales, que las provenientes de origen nacional. En Montevideo el comportamiento fue diferente y parece lógico en tanto Montevideo se aparta sensiblemente del resto de las intendencias en cuanto a la estructura de sus recursos. Mientras que para el conjunto de las intendencias del interior, los recursos propios representan, en promedio, el 67 % en Montevideo representa, de acuerdo a lo que se puede observar en el Cuadro 4, el 89 %.

La información anterior sugiere que con esta estructura podrían ser más sensibles las transferencias a una crisis económica, al revés de lo que ocurrió en todas las demás intendencias.

En la situación económica global reciente se verificó un ligero estancamiento pero ningún analista prevé una caída del PBI, al menos en el corto plazo, y mucho menos una crisis de la magnitud de la ocurrida en 2001/2003. Cabe recordar que el PBI cayó en volumen físico en el 2001 y 2002 un 11,83 % y luego recobró su crecimiento. Por su parte la recaudación total cayó el 12 % en un solo año (2002) y la propia un 10 %.

CUADRO 8: Evolución de ingresos de la IMM en períodos de crisis

Concepto	2001	2002	2003
Ingresos totales	3,40%	-12,80%	1,80%
Transferencias Gobierno Nacional	24,90%	-40,30%	78,60%
Recursos de origen departamental	2,00%	-10,60%	-2,30%
PBI (Indice Volumen Físico)	-3,78%	-7,76%	0,78%

Fuente: OPP y BCU

Teniendo presente estos datos históricos cabe plantear dos escenarios de sensibilización: uno moderadamente crítico con una caída de la recaudación en moneda constante del 5 %, y otro escenario aún más crítico que reproduce la caída de los ingresos propios en el año 2002. Se toma este porcentaje referido a los recursos propios en razón de la volatilidad que para Montevideo registran las transferencias

Los resultados, que demuestran que no hay riesgo de atender como mínimo, las retribuciones personales (Rubro 0), se exponen en el cuadro siguiente.

CUADRO 9: Sensibilidad, Ingresos abatidos 5% y 10 %

Concepto (año 2017)	millones UI
Recursos totales abatidos (5 %)	5.067
Recursos totales abatidos (10 %)	4.800
Tributos cedidos	138
Recursos disponibles esc. 1	4.929
Recursos disponibles esc. 2	4.662
Retribuciones personales	2.547
Excedente 1	2.382
Excedente 2	2.115

Fuente: CARE en base presupuesto IMM

Nota: en tributos cedidos se incluyen los UI 108 millones para esta operación y UI 30 millones como garantía del préstamo BROU (equivalente a \$ 105 millones)

Puede comprobarse que en un escenario como el descrito los recursos de la IMM serían más que suficientes para hacer frente las obligaciones emergentes de este fideicomiso sin que corra ningún riesgo el atender, además, los rubros personales y disponer aún de un excedente muy importante.

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 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 la recaudación municipal se realiza en pesos que se puede suponer confortablemente que también se ajustarán según la inflación por el período de amortización del título que se emite.

V. EL ENTORNO

Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de la perspectiva de su mantenimiento. En este caso la generación de flujos no tiene vínculo alguno con el desempeño de algún negocio o sector concreto a ser evaluado en su capacidad de generarlos. No hay por tanto un mercado a analizar ya que los flujos se generan por decisión política de la IMM y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos.

Riesgos considerados

En consecuencia no corresponde el análisis del llamado riesgo mercado, como no existe en consecuencia tampoco un análisis del llamado riesgo de políticas públicas sectoriales referidas a ese mercado.

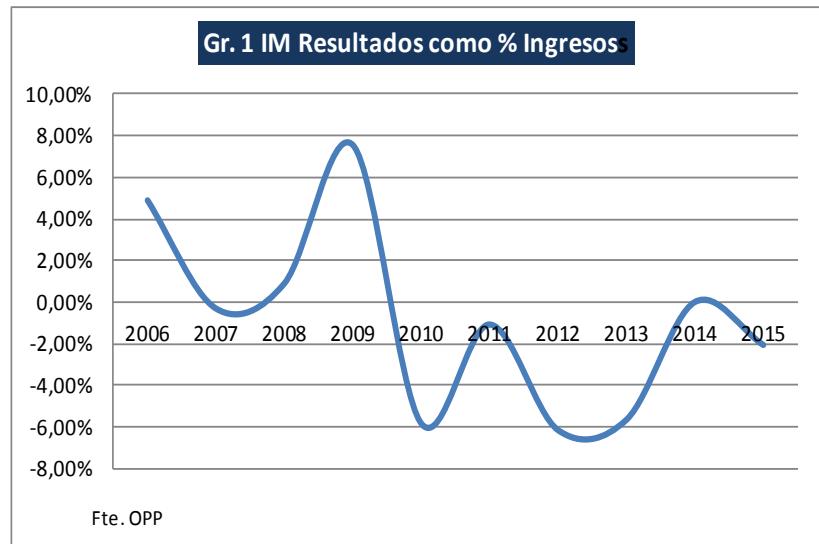
Destaca en cambio el riesgo político, que en este caso a su vez se puede descomponer en dos consideraciones.

1. Por una parte podemos juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aún cambiando los gobiernos nacionales o municipales como en este caso.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara un déficit municipal difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aún existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IMM con anuencia de la Junta Departamental por 21 votos en 25, e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar.

Con respecto a los temas presupuestarios, el comportamiento de la administración actual no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por otra parte la conducta presupuestal histórica de la IMM, no se ha caracterizado por ningún desorden manifiesto, tal como se aprecia en la gráfica 1.

Y aunque las transferencias desde el gobierno central, para el caso de esta intendencia son diferentes en proporción y relevancia a las de las intendencias del interior, tampoco a nivel nacional se pueden prever conductas presupuestales sin atención al equilibrio interno, tal como se aprecia por ejemplo en el Cuadro 10 que recoge proyecciones oficiales y privadas.



Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento derivados de descuido de los equilibrios necesarios, menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación del SUCIVE se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias, aún en hipótesis extremas, no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intendencias.

A continuación se acompaña el Cuadro 10 que recoge las proyecciones oficiales y algunas privadas de variables clave vinculadas con el comportamiento presupuestal y la recaudación de las intendencias, por su vínculo con la evolución del PBI ⁵.

⁵ CARE dispone de estimaciones de correlaciones de media a altas entre evolución del PBI y la recaudación municipal en períodos largos, que no alteran las conclusiones del análisis.

CUADRO 10 : Proyecciones y expectativas

A Mundo (var. % c/ período previo)	2016	2017	2018	2019
PIB mundial (vol. físico)	3,1	3,4	3,6	3,8
PIB países desarrollados	1,6	1,9	2,0	1,9
PIB Brasil	-3,5	0,2	1,5	2,0
PIB Argentina	-1,1	2,8	2,9	2,8
Tasa depósitos en U\$S USA 6M %	1	1,7	2,8	3,3
B Uruguay				
PIB (var. % c/ período previo) Vol. físico	1,5	1,0	2,0	3,0
PIB en en Miles Mills \$	1.581	1.815	2.013	2.239
Exportaciones- Vol. Físico var.% c p. prev.-8,1		2	4,5	6,2
IPC (var. % c/ período previo)	8,1	8,4	7,3	6,7
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	-3,2	12,3	8,4	6,4
IMS (var real anual)	1,4	1,0	1,5	1,9
Ocupación Var.% con período previo	-0,7	0,1	0,5	1,1
C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)				
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	-0,7	-0,1	0,4	0,9
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-4,0	-3,3	-2,9	-2,5
Deuda Bruta / PIB	64,4	62,6	62,9	62,8
D				
	Expectativas Enc. Mensual BCU 4/2017			
	2017	2018		
PIB (Var. Anual en vol físico)	2,4%	2,6%		
IPC (variación prom. anual)	7,9%	7,90%		
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)	31,2	34,2		
Devaluac año calendario	6,6%	9,7%		
Resultado Global S. Público % PIB	-3,50%	-3,35%		

CARE en base a A: Update 1/2017 FMI para 2015-2016 y 2017 WE Outlook. - B y C: Res. Finales 2016 Exclusivamente PIB % y \$ corrientes BCU (23-3-17. , otros MEF /PE Mensaje presupuestal actualizados para las Ctas. Nacionales a inf. disponible al 5/4/2017 c/ act real TC e IPC 2016, BCU, En D: Encuesta Expec. BCU abril 2017.

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal, muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad (que recoge lo sucedido en la recesión de 2001 y 2002); una merma de igual magnitud en la cobranza del SUCIVE; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

En consecuencia el riesgo político, descompuesto en sus dos partes como se señaló, se considera casi nulo.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, el fiduciario, el activo subyacente y los flujos esperados, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por 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.

p. Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

⁶. CATEGORÍA A-uy. Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. El signo (-) indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión con observaciones.**