

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

Montevideo, abril de 2019

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

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE "FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO AGROALIMENTARIO" 8-abril-2019

Plazo	de los títulos, 20 años a contar desde la primera fecha de pago de capital.
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por hasta la suma de UI 240 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 luego del período de integración, estimado en 5 años. 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 bimensuales conjuntamente con la amortización de capital.
Tasa:	A determinar previo a la emisión con un tope de 8 % según Decreto No. 36.464 de la Junta Departamental. Hasta la fecha se ha fijado el 6 % 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:	30/11/19
Manual utilizado:	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 Agroalimentario" manteniendo la categoría A- uy de grado inversor.

La finalidad del Fideicomiso es la obtención de fondos por parte de la IMM para el financiamiento de parte del proyecto del Parque Agroalimentario de la Unidad Alimentaria de Montevideo, declarado de interés nacional. A efectos de cumplir con dicha finalidad, el Fiduciario procede a emitir Títulos de Deuda por hasta UI 240 millones y llevar adelante las instrucciones necesarias a efectos de cumplir con tal finalidad, todo de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso.

El repago de los títulos estará respaldado con la parte de cobranza de tributos del SUCIVE que transferirá la IMM en forma bimensual (meses impares) a razón de UI 3.7 millones hasta cancelar la totalidad de los títulos emitidos, los intereses y los fondos necesarios para cubrir otros gastos inherentes a esta operación.

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

Respecto de los títulos de deuda:

- El presente fideicomiso se realizó 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, "el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y 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

Respecto de los flujos proyectados:

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda (de éste y otro fideicomiso anterior, denominado Fondo Capital) representa, en términos anuales, un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (2,35 %) y aún de la cobranza que se cede, menos del 10 % de la misma. Si bien, la IM 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.
- 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 ingresos de los años 2001/2003, dejando cubierto el Rubro 0 según su metodología, sigue siendo 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 otros riesgos de este tipo 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, que apuntan a brindar información relevante, tendientes a resguardar el rubro de retribuciones personales¹.

¹. Cláusula 26, Contrato de Fideicomiso.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar 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 Agroalimentario (FFFAG) por un monto total de hasta la suma de UI 240.000.000 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 IM 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 hasta UI 3.7 millones bimensuales a partir del mes de enero siguiente a la fecha de emisión más los fondos necesarios para cubrir los gastos del fideicomiso, por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y 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 IM.

Los tributos a fideicomitar por parte de la IM son los derechos de crédito transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso, correspondientes a los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, por el cobro de los tributos de Patente de Rodados y otros ingresos que recaude el SUCIVE. 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 IM 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 juicio².

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 corresponde³.

² La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera.

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

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores nominativos, indivisibles y pertenecerán en una primera instancia al beneficiario (los inversores) y están siendo emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se amortizarán en un período de 20 años en 120 cuotas bimensuales iguales y consecutivas conjuntamente con los intereses. Esto comenzará a partir del mes de febrero siguiente a la última integración previéndose un período de integración de hasta 5 años desde la fecha de suscripción de los Títulos.

El Fideicomitente tendrá la facultad de solicitar al Fiduciario rescate anticipado de la totalidad o parte de los títulos emitidos, según Prospecto. Esto es, hasta un máximo de UI 80 millones; esta facultad podrá ejercerse a partir del primer pago de capital e Intereses

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, en ocasión de la calificación original, con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó dicho documento como Anexo 1.

2. Antecedentes generales

El análisis detallado de los antecedentes formó parte del análisis de contingencias jurídicas el que se puede consultar en el Anexo 1 informe de calificación original⁴. Una síntesis de los mismos se expone a continuación.

- a. Por Decreto de la Junta Departamental de Montevideo N° 36.464 de fecha 28 de Setiembre de 2017, se creó el Fondo Agroalimentario con la finalidad de financiar, en parte, la construcción de las obras de infraestructura a cargo de la Unidad Agroalimentaria de Montevideo (UAM) para su proyecto de Parque Agroalimentario.
- b. El artículo 7 de este decreto crea una Comisión Especial que estará integrada por 7 ediles titulares, 4 de ellos pertenecientes a los partidos políticos con representación en la Junta que no hayan obtenido el cargo de Intendente. Este órgano tiene competencias de seguimiento y monitoreo de las obras a ejecutar por la UAM, el proyecto de urbanización a definir en los predios donde actualmente está emplazado el Mercado Modelo, informar en forma semestral al plenario de la Junta sobre la marcha de las obras así como realizar las observaciones que entiendan del caso.
- c. 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 240.000.000 (Unidades Indexadas doscientos cuarenta millones) más intereses, gastos de estructuración y administración del financiamiento; y eventualmente con otros recursos aportados por la Intendencia.

⁴ www.care.com.uy

- d. El Decreto habilitó a la Intendencia a constituir un Fideicomiso mediante el aporte de activos del Fondo.
- e. Con fecha 25 de diciembre de 2017, por Resolución N° 5817/17 el Intendente de Montevideo resuelve constituir el Fideicomiso Financiero y ceder al mismo activos del Fondo provenientes de la recaudación del SUCIVE.
- f. Con fecha 21/12/17 la Comisión de Seguimiento del SUCIVE - creada por art. 3 de la Ley 18.860 - otorgó el aval a la IM para afectar sus ingresos del sistema por hasta los importes comprometidos en la estructura, en consonancia con la resolución del Sr. Intendente y el decreto de la Junta Departamental de Montevideo antes referidos.
- g. En virtud de ello, las partes constituyen el Fideicomiso, mediante el cual el Fideicomitente cede créditos provenientes del Fondo Agroalimentario con el fin de que a través del mismo se emitan Títulos de Deuda a favor de los Titulares y con el producido de la emisión, el Fondo Agroalimentario financie en parte el proyecto del Parque Agroalimentario de la Unidad Alimentaria de Montevideo, de acuerdo a los términos y condiciones que se establecen en el Contrato de Fideicomiso.

3. Hechos salientes del periodo

La suscripción de valores se realizó el 20/9/18 por la totalidad autorizada, es decir UI 240 millones. Hasta el mes de enero de 2019 se habían emitido valores por UI 27.275.380 todos ellos al 6 % de interés efectivo anual.

Como queda dicho, la tasa contractual aplicable es del 6 % lineal anual en UI desde la fecha de emisión hasta la cancelación total de los títulos. La tasa de interés efectiva determinada en función del flujo de fondos asociado a la emisión es del 3,51 % anual.

4. 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
- Informe de calificación de CARE y sus actualizaciones del "Fideicomiso Financiero Fondo Capital I"
- EE.CC de la fiduciaria al 31/12/18
- EE CC del fideicomiso al 31/12/18
- Actualización de la recaudación del SUCIVE a diciembre de 2018

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. Los bienes fideicomitados 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 de Deuda escriturales
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
Monto de Emisión:	Hasta UI 240.000.000
Interés:	A determinar en el momento de la emisión con un máximo de 8 % efectivo anual. Hasta el momento se ha fijado en 6 %.
Plazo:	Hasta 20 años a partir de la primera fecha de pago de capital. Esto será una vez terminado el periodo de integración estimado en un máximo de 5 años a partir de la fecha de suscripción de los Títulos.
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 20 años los meses impares. El Fideicomitente tiene la facultad de solicitar cancelación anticipada de los Títulos según términos que se establecerán en cada documento de emisión.
Activo fideicomitado:	Flujo de Fondos por UI 3.7 millones 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.
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 la calificación original como Anexo 1. En él se tuvieron en cuenta como antecedentes relevantes el contrato de Fideicomiso Financiero SUCIVE y la Adhesión de la Intendencia Departamental de Montevideo; el Dictamen de Tribunal de Cuentas de la República, el aval de la Comisión de Seguimiento del SUCIVE y los actos administrativos correspondientes.

El citado informe recorre las contingencias subjetivas referidas al fiduciario, al fideicomitente y a la formación de la voluntad departamental, y al SUCIVE. Y también las contingencias objetivas vinculadas al cumplimiento con el pago de los títulos, entre otras el mecanismo y condiciones de pago de las obras a desarrollarse en el llamado Parque Agroalimentario de Montevideo, las afectaciones previas sobre el mismo flujo de créditos departamentales, y las competencias de la Asamblea de Titulares.

De las consideraciones del informe se destaca al comienzo que:... *“puede adelantarse como concepto general que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores...”*.

Más adelante:

...se constata la conformación válida y eficaz de la voluntad de los contrayentes para obligarse en este contrato...

El informe de contingencias jurídicas culmina de la siguiente manera:

“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, y no se advierten 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 Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC al cierre del 31/12/2018 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 585.164. Esto supone un incremento del orden del 5,34 % respecto al que tenía al 31/12/2017. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-18	31-Dec-17	31-Dec-16
Activo	705.262	637.392	636.880
Activo Corriente	261.447	249.236	219.778
Activo no Corriente	443.815	388.155	417.102
Pasivo	120.097	81.887	78.969
Pasivo Corriente	101.326	57.829	58.536
Pasivo no Corriente	18.772	24.058	20.433
Patrimonio	585.164	555.505	557.910
Pasivo y Patrimonio	705.262	637.392	636.880
Razón Corriente	2,58	4,31	3,75

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una situación similar en el periodo cerrado a diciembre de 2018 respecto a igual período del año anterior. Los resultados operativos disminuyen producto del crecimiento de los gastos administrativos. Esto se ve compensado por un fuerte crecimiento en los resultados financieros.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos a diciembre de 2018 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	31-Dec-18	31-Dec-17	31-Dec-16
Ingresos Operativos	290.623	270.590	307.513
Gastos de Adm y Ventas	(283.795)	(225.274)	(217.054)
Resultado Operativo	6.828	45.316	90.458
Resultados Diversos	56	622	84
Resultados Financieros	53.691	17.636	29.802
IRAE	(15.910)	(16.323)	(31.299)
Resultados del periodo	44.665	47.251	89.044

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 31 de diciembre de 2018, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

El Fideicomiso

El fideicomiso se constituyó mediante contrato entre RAFISA y la IM de fecha 23/3/18; El BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores el 24/8/18 (comunicación No. 2018/163).

La suscripción de valores se realizó el 20/9/18 por la totalidad autorizada, es decir UI 240 millones.

Durante el ejercicio cerrado en diciembre 2018 se efectuaron tres integraciones por un total de UI 19.992.766 que generaron una prima de emisión de UI 4.714.694; posteriormente, con fecha 7/1/19 se realizó una cuarta integración por UI 7.282.614 lo que hace un total acumulado hasta esa fecha de UI 27.275.380 restando, en consecuencia, la emisión de UI 212.724.620. Todas las emisiones, hasta el momento, salieron con un interés de 6 % efectivo anual (inferior al tope de 8 %) y en las mismas condiciones de plazo, 20 años a partir del primer pago de amortización previsto no más allá del quinto año desde la fecha de suscripción (20/9/18).

Un resumen del estado de situación del fideicomiso al 31/12/18 se puede ver en el siguiente cuadro.

Cuadro 3: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)

Concepto	31-Dec-18
Activo	1.331.350
Activo Corriente	91.890
Activo no Corriente	1.239.461
Pasivo	96.596
Pasivo Corriente	10.360
Pasivo no Corriente	86.235
Patrimonio	1.234.755
Pasivo y Patrimonio	1.331.350
Razón Corriente	8,87

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El cronograma de fondos SUCIVE a percibir desde el corriente año 2019 al 2039 es de UI 22.2 millones por año, lo que hace un total de UI 466.2 millones.

Los pagos por participación, realizados por cuenta y orden de la IM (avance de obras, maquinaria y equipamiento urbano), fueron en el ejercicio informado de \$ 95.987.028.

La fiduciaria informó a CARE que no han recibido informes de avance de obras de parte de los órganos de contralor; el tiempo transcurrido en el ejercicio 2018 desde la primera emisión al cierre ha sido muy breve, en próximas actualizaciones se espera contar con dichos informes.

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 IMM y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda que se emiten alcanzarán un total de hasta UI 240.000.000. Los mismos se amortizarán en 120 cuotas bimestrales una vez concluido el periodo de integración estimado en 5 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 que corresponden a la IMM.

Si bien el repago de los títulos no se vincula con la buena marcha de la construcción del Parque Agroalimentario, es importante destacar que habrá una Comisión Especial que estará integrada por 7 ediles titulares, 4 de ellos pertenecientes a los partidos políticos con representación en la Junta que no hayan obtenido el cargo de Intendente y que, además, está prevista la fuente de financiamiento complementaria a esta, que posibilite la culminación en tiempo y forma de la totalidad de la obra.

Este órgano, la Comisión Especial, tiene competencias de seguimiento y monitoreo de las obras a ejecutar por la UAM, el proyecto de urbanización a definir en los predios donde actualmente está emplazado el Mercado Modelo, informar en forma semestral al plenario de la Junta sobre la marcha de las obras así como realizar las observaciones que entiendan del caso.

Análisis de Suficiencia

En este sentido, un aspecto a considerar es la afectación previa que existe sobre el mismo caudal de créditos. En efecto, la recaudación futura del SUCIVE que respalda esta operación, también respalda una operación anterior, análoga a ésta, aunque de mayor dimensión, el denominado "Fideicomiso Financiero Fondo Capital I" también calificado por CARE. Corresponde entonces realizar el análisis de suficiencia tomando en cuenta ambos compromisos asumidos por la IMM.

En el cuadro siguiente se incluye un cronograma tentativo de pago de los títulos (amortización e intereses) de ambos fideicomisos en conjunto. Se supuso un escenario conservador con tasas de interés cercanas al tope máximo. El Fideicomiso anterior prevé una emisión máxima de UI 940 millones mientras que éste UI 240 millones de ahí que la columna de amortización sume al final del periodo de ambos UI 1.180 millones. La cesión de tributos para atender estas obligaciones fue de UI 18 millones bimensuales en el anterior mientras que en este es de UI 3.7 millones lo que hace un total de UI 21.7 millones bimensuales o UI 130.2 millones anuales.

Cuadro 4: Cronograma tentativo de pagos máximo de ambos fideicomisos (miles de UI)

año	pago	capital	intereses	Cesiones	excedente
2019	72.804		72.804	108.000	35.196
2020	72.804		72.804	108.000	70.392
2021	87.320	6.507	80.813	130.200	113.272
2022	138.882	52.215	86.667	130.200	104.590
2023	126.750	43.395	83.355	130.200	108.040
2024	126.749	46.801	79.948	130.200	111.491
2025	126.750	50.477	76.273	130.200	114.941
2026	126.750	54.440	72.310	130.200	118.391
2027	126.749	58.715	68.034	130.200	121.842
2028	126.750	63.328	63.422	130.200	125.292
2029	126.749	68.303	58.446	130.200	128.743
2030	126.750	73.670	53.080	130.200	132.193
2031	126.749	79.459	47.290	130.200	135.644
2032	126.750	85.705	41.045	130.200	139.094
2033	126.749	92.441	34.308	130.200	142.545
2034	126.750	99.709	27.041	130.200	145.995
2035	126.749	107.548	19.201	130.200	149.446
2036	126.750	116.007	10.743	130.200	152.896
2037	21.774	16.708	5.066	22.200	153.322
2038	21.774	17.878	3.896	22.200	153.748
2039	21.774	19.129	2.645	22.200	154.174
2040	21.774	20.468	1.306	22.200	154.600
2041	7.258	7.136	122	22.200	169.542
Totales	2.240.658	1.180.000	1.060.619	2.410.200	

Fuente: RAFISA

En el cuadro precedente se puede comprobar como las cesiones de tributos comprometidas son suficientes para cancelar las emisiones de ambos fideicomisos.

Habiendo comprobado la suficiencia de los tributos cedidos, interesa conocer cuanto representan estos compromisos respecto al total de la recaudación por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE) y aún respecto de la totalidad de los recursos de la IMM.

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 I. Montevideo 2016 a 2020 a valores de diciembre 2014 (millones UI)

Concepto	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 IM se situó en 2018 en el orden de las UI 1.312 millones registrando un incremento sostenido desde el año 2013 según se puede apreciar en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: Recaudación SUCIVE (millones UI)

Año	Monto	Incremento
2018	1.312	6%
2017	1.235	11%
2016	1.109	9%
2015	1.013	19%
2014	849	15%
2013	739	

Fuente: Prospecto y RAFISA

En términos anuales, el compromiso máximo de tributos a fideicomitir (una vez se haya completado la totalidad de ambas emisiones) es de UI 130.2 millones (eso ocurriría entre 2021 y 2036) entre ambas operaciones. Esto representa 2,35 % de los recursos totales de la IMM para el año 2020 y algo menos de 10 % de la recaudación del SUCIVE del 2018 con el agregado que si la evolución de la misma se mantiene creciente como hasta ahora, dicho porcentaje irá decreciendo.

Si bien la recaudación no se distribuye homogéneamente, los bimestres de menor recaudación representan aproximadamente el 10 % del total (UI 131.3 miles) cifra muy superior al compromiso bimensual conjunto (UI 21.7 miles). La distribución mensual de la recaudación del SUCIVE se puede apreciar en el cuadro siguiente.

Cuadro 7: Recaudación mensual Sucive 2018

mes	millones UI	%
enero	652	50%
febrero	38	3%
marzo	86	7%
abril	28	2%
mayo	85	6%
junio	36	3%
julio	101	8%
agosto	42	3%
setiembre	88	7%
octubre	31	2%
noviembre	89	7%
diciembre	36	3%
Total	1.313	100%

Fuente: RAFISA

De acuerdo al cuadro precedente, queda claro asimismo que la IM no tendría inconveniente en hacer uso de la opción de cancelar la totalidad de su compromiso anual en el primer mes del año. En efecto, se ha dicho que el compromiso máximo derivado de ambas emisiones sería el orden de UI 130.2 millones, cifra muy inferior a lo recaudado en enero de 2018, UI 652 millones.

Otras cesiones

Según cláusula 26 literal d del contrato de fideicomiso, la IMM se obliga a *"informar por escrito a la Calificadora de Riesgo y al Fiduciario respecto de los nuevos préstamos o financiamientos a los que accediere a cualquier título (mutuos, descuento de créditos, fideicomisos, etc.) dentro de los diez días hábiles subsiguientes a su obtención o constitución. En caso de que el Fiduciario tome conocimiento del incumplimiento de la presente obligación y que la calificación de riesgo resultante a partir de considerar esa nueva información financiera no correspondiere a grado inversor, el Fiduciario convocará a la Asamblea de Titulares, la que tendrá la facultad de resolver la caducidad anticipada de los Títulos de Deuda, en los términos previstos en la cláusula 24.5 precedente"*.

A través del citado artículo del contrato, la Intendencia declara y garantiza que a la fecha no existen cesiones de créditos anteriores de los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, con excepción de la realizada para el Fideicomiso Financiero Fondo Capital I.

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 IM 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 IM al día con sus obligaciones con el BROU. La IM no ha informado de cambios en esta situación. No obstante, a efectos de simular una contingencia de afectación de esta cesión (que no se prevé en el corto plazo), 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 así como de otras cesiones al tenor del artículo 26 inciso d del contrato de fideicomiso, la IM se compromete a informar a CARE, lo que al momento de redactar este informe no ha ocurrido.

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.

A modo de sensibilización, 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 5, el 89 %.

Ningún analista prevé una caída importante 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 (Índice 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 más severo que reproduce la caída de los ingresos propios del 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 2020)	millones UI
Recursos totales abatidos (5 %)	5.255
Recursos totales abatidos (10 %)	4.979
Tributos cedidos	160
Recursos disponibles esc. 1	5.095
Recursos disponibles esc. 2	4.819
Retribuciones personales	2.547
Excedente 1	2.548
Excedente 2	2.272

Fuente: CARE en base presupuesto IM

En tributos cedidos se incluyen los UI 108 millones del FF Fondo Capital I; los UI 22.2 millones de 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 IM serían más que suficientes para hacer frente las obligaciones emergentes de este fideicomiso y del anterior sin que corra ningún riesgo el atender, además, los rubros personales y disponer aún de un excedente 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 muy bajo.*

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. **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 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.

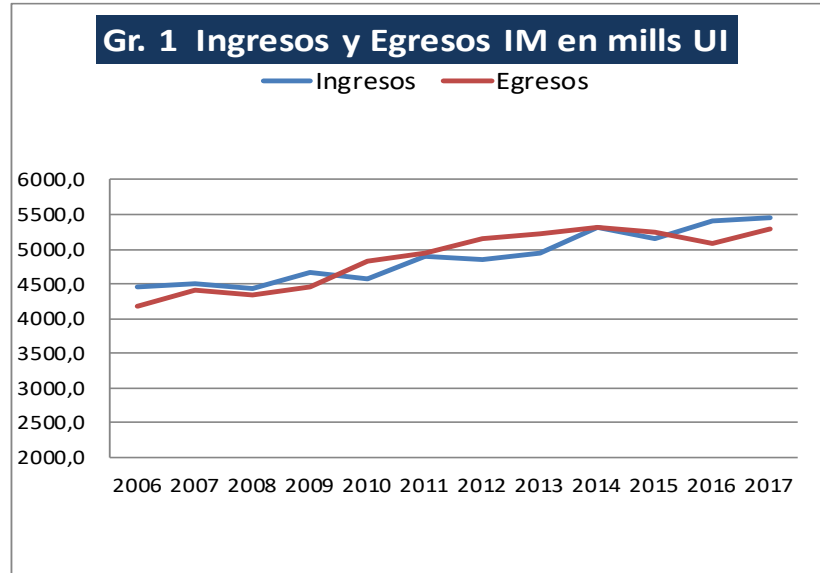
Destaca en cambio el riesgo político, que en este caso a su vez se puede descomponer en dos consideraciones.

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.

Conforme a lo dispuesto por el artículo 301.2 de la Constitución de la República el Decreto N° 36.464, del cual deriva toda esta operación, fue aprobado por 27 votos en 30 ediles y contó con la intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que proviene 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 IM, 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 9 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 siguiente 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 PBI⁵.

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 - Marzo. 2019

A Mundo (var. % c/ período previo)	2018	2019	2020
PIB mundial (vol. físico)	3,7	3,5	3,6
PIB países desarrollados	2,3	2	1,7
PIB Brasil	1,3	2,5	2,2
PIB Argentina	<i>(ver Nota al pie)</i>		
Tasa interés Dep 6M %	2,5	3,2	3,8
B Uruguay			
PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota)	2,5	3,3	3,0
Exportaciones FOB bienes y serv.- Var.% c p. prev. En USD	8,7	7	8,0
Import. CIF bienes y serv var. % USD s/ Petróleo	8,7	8,0	9,0
IPC (var. % c/ período previo)	6,8	5,9	5,0
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	6,6	9,7	6,9
IMS (var nominal anual)	1,3	1,8	2
Ocupación Var.% con período previo	-0,3	0,6	0,8
C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)			
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	0	0,6	0,6
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-3,3	-2,8	-2,5
Deuda Bruta / PIB	48,7		
D Expectativas Enc. Mensual BCU 1/2019			
	2018	2019	
PIB (Var. Anual en vol físico)	1,9%	1,3%	
Empleo (Var. % /año previo)	-0,9%	0,2%	
IPC (variación prom. anual)	7,6%	7,4%	
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período) *	32,4	34,9	
Devaluac año calendario *	11,7%	7,6%	
Resultado Global S. Público % PIB *	-3,8%	-3,2%	

CARE en base a A: Update 1/2019 FMI para 2018 y 2019, 2020 Proy MEF Rend Ctas. 2017 en 5/9/2018; - B y C: . Proyecciones 2019 y 2020 MEF /PE Rendición Ctas. 2017 con inf. Al 5/9//2018. En lo que refiere a las expectativas encuestadas por el BCRA las medianas de crecimiento esperadas en enero pasado por los analistas del REM mantuvieron sus proyecciones de variación del Producto Interno Bruto (PIB). Las cuales son para 2019 (-1,2%), 2020 (2,5%) y 2021 (2,5%). D. Expectativas Enc Mensual BCU Marzo 2019. La Encuesta de marzo agrega una expectativa de déficit/PIB a fin de diciembre 2020 de 3,5%.

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



Cr. 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 previsible 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.**