

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO
REESTRUCTURACIÓN
DE PASIVOS DE CANELONES I”
Series 1 y 2**

Montevideo, marzo de 2017

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TITULOS DE DEUDA
11	III LA FIDUCIARIA
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
18	V EL ENTORNO
21	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de la Emisión de Títulos de Deuda serie 1 y 2 del
"Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos de Canelones I"
21 -3-2017**

Plazo del Fideicomiso:	Hasta el 5 de enero de 2027
Títulos emitidos:	títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto total para la Serie 1 del equivalente en UI a la fecha de emisión, de la conversión a pesos uruguayos de esa fecha de U\$S 25.984.000 (veinticinco millones novecientos ochenta y cuatro mil dólares) lo que resultó un monto de UI 224.730.000. Y para la serie 2 por un monto total del equivalente en UI a la fecha de emisión, de la conversión a pesos uruguayos de esa fecha de U\$S 6.202.000 (seis millones doscientos dos mil dólares) lo que resultó un monto de UI 49.470.000. Total: 274.200.000 UI.
Activo Fideicomitado:	Cesión de Jayland del crédito reestructurado conforme al Acuerdo firmado con la IC, su correspondiente complemento para la Serie 2, y garantía presupuestal.
Fiduciario Emisor y Agente de Pago:	República AFISA
Fideicomitente:	Jayland Asset Inc
Amortización Capital:	168 cuotas mensuales y consecutivas en UI.
Pago de intereses.	En 180 cuotas mensuales y consecutivas en UI para la Serie 1 y 168 para la Serie 2.
Tasa:	7.25% lineal anual en UI (Serie 1), y 9.5 % (Serie 2)
Garantía:	Fondos del Presupuesto Nacional de libre disponibilidad de la IC
Asesor Jurídico:	Herrera Profesionales Asociados.
Calificación de Riesgo:	Serie 1 A.uy ; Serie 2 A.uy
Entidad Registrante y Representante:	BVM.
Vigencia de la calificación:	Anual
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Generadas por Intendencias Departamentales.

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha calificado nuevamente los títulos de deuda de la Serie 1 y 2 emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos de Canelones I" con la categoría A (uy) de grado inversor.

El objeto de esta emisión en sus dos series consistió en la generación de recursos para reestructurar, conforme a una estructura financiera adecuada, los pasivos de la Intendencia de Canelones, adquiridos por la empresa Jayland Assets Inc. conforme a un acuerdo de reestructuración de pasivos celebrado entre ésta y la IC.

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

Respecto de los títulos de deuda cabe volver a señalar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avala el informe jurídico anexo a la calificación original de la Serie 1 (véase).
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable y acompañada también por la garantía complementaria y subsidiaria, compuesta por el porcentaje de fondos provenientes del Presupuesto Nacional que tiene derecho a percibir de libre disposición la IC.
- La liquidez adecuada de los títulos en función de su naturaleza aún teniendo presente las características del mercado de valores uruguayo.

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IC.
- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda sigue representando un porcentaje relativamente menor, tanto de la cobranza total, como de la cobranza descentralizada, aún teniendo en cuenta el orden de prelación de los pagos a realizar por quien administra toda la cobranza descentralizada, esto es el fiduciario, República AFISA, tal como se recoge en el prospecto.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Dado el nivel de aprobación recogido en su momento por representantes de todas las tendencias políticas (29 en 29), teniendo en cuenta la solución a la que se llegó eliminando un pasivo vencido y de muy difícil cancelación, - que permitió recuperar el crédito y la reputación de la IC- no parece posible imaginar un repudio a la solución alcanzada.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la actualización de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para recalificar los títulos representativos de deuda de oferta pública ya detallados, Serie 1 y 2, emitidos oportunamente por República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante República AFISA) por un monto total del equivalente en UI para la Serie 1 a la fecha de emisión, de la conversión a pesos uruguayos de esa fecha de U\$S 25.984.000 (veinticinco millones novecientos ochenta y cuatro mil dólares), equivalentes a la deuda reestructurada de la Intendencia de Canelones convertida a moneda nacional y expresada en UI. A la fecha de esa emisión el monto resultante fue de UI 224.730.000.

Posteriormente y también conforme al mismo Acuerdo de Reestructuración, se emitió la Serie 2 por un monto total del equivalente en UI a la fecha de emisión, de la conversión a pesos uruguayos de esa fecha de U\$S 6.202.000 (seis millones doscientos dos mil dólares, que comprenden U\$S 6.006.000 del acuerdo de reestructura más costos asociados) equivalentes a la nueva deuda reestructurada, según acuerdo complementario entre la IC y Jayland Assets INC¹, de la Intendencia de Canelones, convertida a moneda nacional y expresada en UI. Esta cifra surge del prospecto informativo presentado al BCU deduciendo del tope máximo autorizado lo emitido en la Serie 1. Constituye además el monto autorizado para la Serie 2 por el BCU en resolución de fecha 18 de octubre de 2012. Los títulos se emitieron con el respaldo del Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Canelones I. En definitiva con fecha 5 de noviembre de 2012 se emitieron Títulos de Deuda correspondientes a la Serie 2 por un monto total de UI 49.470.000.

Ambas series totalizan pues 274.200.000 UI; cuentan además con la garantía complementaria y subsidiaria, compuesta por el porcentaje de fondos provenientes del Presupuesto Nacional que tiene derecho a percibir de libre disposición la IC, que opera en caso de incumplimiento.

Esta recalificación da cumplimiento al artículo 69 de la Circular 2083 del BCU de fecha 31 de marzo de 2011, y al artículo 193 de la circular 2092 del BCU del 17 de agosto de 2011.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.²

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

¹. El acuerdo original fue firmado en ocasión de la emisión de la Serie 1 el 5 de diciembre de 2011

². Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde.³

Se trata de sendas emisiones de oferta pública, de títulos valores emitidos por República AFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizan en 15 años con un año de gracia para ambas series que venció el 29 de diciembre de 2012. El interés pactado es 7,25 % lineal anual en UI para la Serie 1 y 9,5 % para la Serie 2.

El comité de calificación estuvo integrado en este caso nuevamente por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve. CARE contrató con ocasión de la emisión de la Serie 1 el asesoramiento jurídico del estudio Herrera Profesionales Asociados. Dicho informe, aplica para el caso de la emisión de la Serie 2.⁴

2. Antecedentes generales

En el documento de calificación original así como en el de la calificación de la Serie 2 se describe todo el proceso de negociación de reestructura de pasivos de la IC que conduce a la emisión. (Véase). Del mismo debe señalarse que culminó con la clausura y archivo de los procedimientos jurisdiccionales de los créditos reestructurados obteniéndose para la IC la extinción de la deuda original según notificó a CARE el estudio Olivera Abogados en nota del 3 de julio de 2012 para la Serie 1, y según nota del 7 de febrero de 2013 remitida a CARE por parte del mismo estudio para la Serie 2. Pueden consultarse asimismo en ese documento las sucesivas aprobaciones del Intendente, de la Junta Departamental por unanimidad de presentes, del Tribunal de Cuentas, del Ministerio Público, etc.

Como información respecto de los pagos comprometidos cabe señalar que el fideicomiso, de acuerdo a lo que se desprende de sus estados contables al 31 de diciembre de 2016, se encuentra al día.

3. Objeto de la actualización de la calificación, información analizada

El objeto de la actualización 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, plazo, gracia, que se informan sucintamente en la Sección II; verificando además si han ocurrido hechos relevantes que pudieran hacer cambiar el juicio de la calificador. Precisamente no se registran hechos que hagan cambiar la calificación. La información analizada incluyó oportunamente los acuerdos de reestructuración de pasivos, los documentos con las intervenciones de la Junta Departamental, del Intendente, etc., otros contratos accesorios al prospecto y sus addendas, notificación de extinción de las deudas reestructuradas con clausura de los expedientes respectivos, y esencialmente calificaciones originales y sus actualizaciones hasta ahora registradas.

³. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

⁴. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

En esta oportunidad se tuvo en cuenta además:

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE del “Fideicomiso Financiero Canelones Obras” así como de este mismo fideicomiso.
- Calificación realizada por CARE del “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público” y de los “Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa” en sus dos versiones.
- EE.CC del Fideicomiso Financiero que nos ocupa al 31/12/16
- EE.CC de la Fiduciaria al 31/12/16.
- Presupuesto quinquenal de la IC por el periodo 2016 a 2020

Otros compromisos

La IC ha realizado varias operaciones financieras por las cuales ha cedido parte de la cobranza futura de sus tributos por lo que parece pertinente llevar una relación de todas ellas. El orden de prelación lo determina el orden cronológico en que fueron implementadas. CARE, en tanto calificadora de algunas de ellas posee información proporcionada por República AFISA de aquellas que a la fecha se encuentran vigentes (entre paréntesis se informa el año de vencimiento)

- Costaplan (2033)
- Reintegro a la Intendencia de Montevideo (2020)
- FF Canelones I Series 1 y 2 (2026)
- Canelones II Serie 1 (2032)
- Canelones II Serie 2 (2033)
- UTE Alumbrado Público (2035); en esta operación, la cesión de tributos es en garantía subsidiaria.
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa (2036)
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa II (2036)
- Fideicomiso Financiero Canelones III (2037)

A la fecha de elaboración de este informe el último de los fideicomisos citados (Canelones III) aún no ha emitido; sin embargo y dados los antecedentes de la IC en este tipo de operaciones se considera que estará operativo en breve y por esa razón las obligaciones que derivan del mismo se tuvieron en cuenta en el análisis de suficiencia practicado por CARE.

En el cuadro siguiente se informa el cronograma de compromisos de todas ellas, Se incluye el “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público” por el cual la IC cede también parte de su cobranza descentralizada. Dicha cesión es en carácter de garantía subsidiaria de una forma de pago que CARE, como calificador de ese fideicomiso, juzgó suficiente lo que hasta el momento se ha verificado en los hechos; en este caso, la cuota anual comprometida es de miles de UI 10.217. También, se reitera, se incluyen las eventuales obligaciones emergentes de una próxima operación (Canelones III) por lo que sus montos son estimados. En consecuencia el cuadro representa los compromisos máximos posibles, de concretarse el Canelones III, que la IC ha contraído.

CUADRO 1 Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI)									
año	Costaplan	IMM	Canelon I	Canelon II	Grinor I	Grinor II	UTE	Canelon III	Totales
2017	18.000	13.200	33.840	51.000	20.977		10.217	2.000	149.234
2018	18.000	13.200	33.840	51.000	20.977		10.217	3.000	150.234
2019	18.000	13.200	33.840	50.000	20.977	17.849	10.217	43.800	207.883
2020	18.000	13.200	33.600	47.500	20.977	17.849	10.217	64.200	225.543
2021	18.000		33.600	47.500	20.977	17.849	10.217	64.200	212.343
2022	15.600		33.600	46.000	20.977	17.849	10.217	64.200	208.443
2023	15.600		33.600	44.000	20.977	17.849	10.217	64.200	206.443
2024	15.600		33.600	42.000	20.977	17.849	10.217	64.200	204.443
2025	15.600		32.400	40.500	20.977	17.849	10.217	64.200	201.743
2026	15.600		29.700	40.500	20.977	17.849	10.217	64.200	199.043
2027	15.600			38.500	20.977	17.849	10.217	64.200	167.343
2028	15.600			37.000	20.977	17.849	10.217	64.200	165.843
2029	15.600			36.500	20.977	17.849	10.217	64.200	165.343
2030	15.600			33.500	20.977	17.849	10.217	64.200	162.343
2031	15.600			31.500	20.977	17.849	10.217	64.200	160.343
2032	15.600			22.500	20.977	17.849	10.217	64.200	151.343
2033	11.700			7.000	20.977	17.849	10.217	64.200	131.943
2034					20.977	17.849	10.217	64.200	113.243
2035					20.977	17.849		64.200	103.026
2036					20.977	17.849		64.200	103.026
								21.400	21.400
Totales	273.300	52.800	331.620	666.500	419.540	321.282	183.906	1.161.600	3.410.548

Fuente: Care en base a RAFISA y EE.CC de fideicomisos

El cuadro precedente fue elaborado por CARE en base a información proporcionada por RAFISA y EE.CC de fideicomisos calificados por CARE. En el caso del denominado Fideicomiso Financiero Canelones I (Reestructuración de Pasivos), se agrupó en una sola columna los vencimientos de las dos series emitidas. De igual modo se procedió con este fideicomiso cuyas dos series se agruparon en la columna titulada "Canelon II".

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que fueron adquiridos por los beneficiarios. 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.

Un resumen de la descripción de los títulos se reitera y es la siguiente:

Títulos Serie

1 y 2: Títulos representativos de deuda escriturales.

Moneda: Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión.

Monto de Emisión: Total: 274.200.000 UI en ambas series.

Interés: 7,25% lineal anual para la Serie 1 y 9,5 % para la Serie 2 en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, calculada sobre saldos, año de 360 días y meses de 30 días.

Plazo: Hasta el 5 de enero de 2027

Plazo de gracia: Culminado el 29 de diciembre de 2012.

Pago de intereses: Los intereses de los Títulos de Deuda se pagan en 180 cuotas mensuales y consecutivas en UI para la Serie 1 y 168 para la Serie 2 pagaderas a partir del mes siguiente a la emisión.

Amortización del capital: El capital de los Títulos de Deuda, para ambas series, está siendo amortizado en 168 cuotas mensuales, y consecutivas en UI. Se empezó a amortizar el 5/1/2013.

Fecha de Pago: El primer Día Hábil del mes siguiente a la finalización de cada mes. En caso de que alguna de las Fechas de Pago resulte ser un día no hábil, cada cuota deberá ser abonada en su defecto el primer día hábil siguiente a cada una de dichas fechas, aplicándose siempre la cotización de la UI del día del pago.

Garantía: Fondos del Presupuesto Nacional de libre disponibilidad de la IC de acuerdo con el porcentaje presupuestal otorgado para cada período.

Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo SRL

Calificación**de Riesgo:**

Serie 1: A (uy)

Serie 2: A (uy)

Registro:

Bolsa de Valores Montevideo

Cotización**bursátil:**

Los Títulos de Deuda cotizan en la Bolsa de Valores Montevideo.

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. No hay razón para modificar el concepto de que este riesgo es *casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos aún en forma privada ante cualquier eventualidad o decisión de los beneficiarios constituye un atributo favorable intrínseco al papel por como se lo ha diseñado, aún teniendo presente las características de escaso desarrollo de nuestro mercado de capitales que no asegura una rápida salida de los mismos. *Riesgo bajo*.

III. 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 31/12/2016 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 2: 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 3: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	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 Ejercicio	89.044	149.066	95.047

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva y pese a la caída en los 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

Finalizado el ejercicio 2016, el cronograma de montos a percibir y a pagar por parte del fideicomiso hasta su cancelación es el que se muestra en el cuadro siguiente.

CUADRO 4: Cronograma anual de retenciones y pagos				
(miles UI)	Serie 1	Serie 2	Total	Pagos
2017	26.640	7.200	33.840	16.000
2018	26.640	7.200	33.840	16.000
2019	26.640	7.200	33.840	16.000
2020	26.400	7.200	33.600	16.000
2021	26.400	7.200	33.600	16.000
2022	26.400	7.200	33.600	16.000
2023	26.400	7.200	33.600	16.000
2024	26.400	7.200	33.600	16.000
2025	26.400	6.000	32.400	16.000
2026	24.200	5.500	29.700	16.000
Totales	262.520	69.100	331.620	160.000

Fuente: CARE en base EE.CC Fideicomiso

En la columna de pagos se incluyen los compromisos de ambas series tanto por amortización como intereses ya que en ambos casos se estipuló el pago en cuotas mensuales iguales y consecutivas (amortización e intereses) lo que arroja la cantidad de (miles) de UI 12.799 al año para la Serie 1 y (miles) de UI 3.201 al año para la Serie 2. Se aprecia que los ingresos del Fideicomiso exceden con holgura las obligaciones derivadas de la cancelación de los títulos lo que a su vez permite afrontar sin inconvenientes los gastos inherentes a su administración.

Cabe reiterar que, según informara RAFISA a CARE, el Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones por lo que, a la fecha de redactar este informe, se encuentran canceladas las primeras mensualidades del corriente año.

Al 31/12/16 la situación patrimonial del fideicomiso se expone en el cuadro siguiente

CUADRO 5: Situación patrimonial del fideicomiso			
(miles \$)	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Activo	902.922	895.814	870.761
Activo Corriente	134.443	125.237	114.694
Activo no Corriente	768.479	770.577	756.067
Pasivo	854.364	846.221	821.543
Pasivo Corriente	70.351	61.844	53.456
Pasivo no Corriente	784.013	784.377	768.087
Patrimonio	48.558	49.593	49.218
Pasivo y Patrimonio	902.922	895.814	870.761
Razón Corriente	1,91	2,03	2,15

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse en el cuadro precedente que el fideicomiso cuenta con una sólida posición de liquidez y solvencia.

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. *Riesgo muy bajo.*

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. RAFISA recibe la cesión del flujo futuro de la llamada cobranza descentralizada de la IC así como los fondos provenientes del Fideicomiso SUCIVE, que pertenecen a la IC, por concepto de Ingresos Vehiculares. Con el mismo y de acuerdo a la prelación correspondiente, paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda que se emitieron alcanzaron un total de UI 274.200.000 en dos series.

Relación de los compromisos asumidos por la IC y su presupuesto

A continuación se presenta una relación entre los ingresos totales estimados por la IC así como de la cobranza descentralizada para el período de repago de estos y otros títulos del 2017 en adelante. Se establece la relación entre las retenciones totales (incluida esta) con la totalidad de ingresos esperada y con la totalidad de cobranza descentralizada esperada, todo expresado en miles de UI.

Para ello se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal (2016/2020) actualmente vigente.

En el cuadro siguiente se exponen en forma resumida los principales rubros del presupuesto por el periodo 2016/2020. Los montos fueron expresados en moneda nacional a valores de 2015 que CARE convirtió a UI para facilitar este análisis.

CUADRO 6: Presupuesto quinquenal (millones de UI)					
Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Total Ingresos	1.607.979	1.704.806	1.719.007	1.767.421	1.810.993
Origen Departamental	1.120.937	1.204.532	1.194.849	1.222.283	1.256.818
Origen Nacional	487.041	500.274	524.158	545.138	554.175
Egresos Corrientes	1.562.147	1.600.555	1.571.184	1.560.533	1.555.692
Rubro 0	762.999	762.999	762.999	762.999	762.999
Los demás	799.148	837.556	808.185	797.534	792.693
Financiamiento de pasivos	45.832	104.251	67.134	126.198	174.612
Financiamiento de obras	-	-	80.689	80.689	80.689
Saldo	0	(0)	(0)	(0)	(0)

Fuente: Presupuesto quinquenal IMC
Conversión a UI a 3.0983 (30/6/15)

La conversión a UI la realizó CARE asumiendo como cotización promedio del año 2015 la vigente al 30 de junio de ese año.

Se puede observar que el criterio seguido en la elaboración del presupuesto fue destinar al financiamiento de pasivos (incluyendo el déficit acumulado) el superávit a obtener y, a partir de 2018, se espera financiar obras a partir de un superávit mayor. En líneas generales se mantiene una estructura presupuestal similar a la anterior, estos es, ingresos soportados mayoritariamente con

recursos departamentales (70 % en promedio) y un Rubro 0 que representa el 49 % del total de los egresos corrientes.

Es de destacar, además, que la Rendición de Cuentas presentada por la IC correspondiente al año 2015 (última publicada) vuelve a arrojar resultados positivos, en este caso por \$ 112.280.634 lo que representa el 2,5 % de los ingresos totales, los resultados positivos y dictámenes favorables del propio TCR en las últimas rendiciones de cuenta presentadas constituyen un buen indicador de gestión.

En cuanto a la cobranza descentralizada, que es lo fideicomitado, la IC brinda información de su evolución histórica y que, complementada por CARE, se expone en el cuadro siguiente.

CUADRO 7: cobranza descentralizada	
año	miles de UI
2013	566.605
2014	633.362
2015	729.740
2016 (1)	780.000

Fuente: IC

(1) estimado por CARE

Puede comprobarse que su evolución es creciente. En el caso del año 2016 la información suministrada llegaba hasta el mes de julio inclusive, CARE proyectó el año completo tomando en cuenta una relación similar a la registrada en los años anteriores de lo que representaba la recaudación acumulada al mes de julio en el total. De esta manera, se puede asumir confortablemente que el total anual de la recaudación descentralizada de la IC estará en el orden de las UI 780 millones y con tendencia ascendente.

Interesa realizar un análisis de suficiencia no ya para este fideicomiso en particular sino teniendo en cuenta todos ellos. En el Cuadro 1 se informan año a año los compromisos financieros asumidos (o próximos a asumir); del mismo se desprende que el desembolso mayor debería hacerse en el año 2020 con miles de UI 225.663; dicha cifra representa algo menos de 29 % de la cobranza descentralizada estimada para 2016 (Cuadro 7) y 12.5 % de los ingresos totales previstos para el año 2020 (Cuadro 6).

Se concluye entonces que los fondos generados por la IC son más que suficientes para atender estas obligaciones, aunque éstas representan una porción no despreciable de dichos ingresos. Es por eso que interesa realizar un análisis más amplio que involucre la totalidad de los ingresos de la IC y en particular, en qué medida podría afectar el cumplimiento del Rubro 0.

En tal sentido, se elaboró el cuadro siguiente en que se compara la totalidad de ingresos estimados de la IC para el año 2020, que como se refirió es el más severo, con las cesiones comprometidas y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto.

CUADRO 8: Análisis cobertura Rubro 0	
(miles UI)	2020
Ingresos totales de la IC	1.810.993
Cesiones totales año 2020	225.663
Excedente	1.585.330
Rubro 0 año 2020	762.999
Saldo disponible	822.331

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede ver que, si a los ingresos totales estimados para la IC en el año 2020 se le deducen las cesiones comprometidas a la totalidad de los fideicomisos, resta aún un remanente que más que duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0 y quedaría un saldo disponible superior al 45 % de los ingresos para atender otras necesidades.

En definitiva, se desprende de lo anterior que la IC debería poder hacer frente a sus obligaciones esenciales sin mayores dificultades.

Análisis de sensibilidad

No obstante lo anterior y dada la superposición de compromisos que en este sentido ha asumido la IC, CARE consideró necesario analizar la eventualidad de una caída en los ingresos municipales producto de una eventual crisis que, en el corto plazo, no se visualiza.

En tal sentido, se toma como referencia la última gran crisis ocurrida en el país (años 2001 y 2002). En esos años, el PBI cayó un 11% mientras que la recaudación de las intendencias (todas ellas agrupadas con excepción de Montevideo) cayó un 14%.

Si bien se reconoce un entecimiento en la economía del país, ningún analista pronostica una caída en el PBI, al menos en el corto plazo. Por este motivo, a modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos del 5% real durante dos años consecutivos, el 2019 y el 2020. La elección de este periodo se basa en que la información disponible en CARE indica que luego de la crisis del 2001/2002, la recaudación se recuperó en dos años; además, se incluyó el año 2020 por ser el año en que los compromisos llegan a un máximo. El resultado se expresa en el cuadro siguiente

CUADRO 9: Sensibilidad con ingresos abatidos 5 %				
Miles UI	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2017	1.704.806	149.294	762.999	792.513
2018	1.719.007	150.294	762.999	805.714
2019	1.679.050	207.763	762.999	708.288
2020	1.720.443	225.663	762.999	731.781

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Se puede comprobar que aún en el caso en que ocurriera una caída en los ingresos del 5 % durante dos ejercicios consecutivos (2019 y 2020), los recursos obtenidos, deducidas las cesiones comprometidas, serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y aún generar un remanente que, en el peor de los casos, es superior al 42 % de los ingresos.

Estresando aún más los flujos, en el cuadro siguiente se simula, hipotéticamente, la reiteración de la situación del año 2002 abatiendo los ingresos del 2020 en 14 %.

CUADRO 10: Sensibilidad con ingresos abatidos 14 %

Miles UI	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2020	1.557.722	225.663	762.999	569.060

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Puede comprobarse que el análisis de suficiencia sigue siendo positivo.

Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se considera que la capacidad de la IC de generar los flujos en el plazo adecuado es alta. Los riesgos para que no se generen en tiempo y forma tendrían que ver solo con improbables decisiones de política pública que no corresponden a este capítulo. *Riesgo bajo.*

Riesgo por descalce de monedas. Se trata de uno muy relevante, ya que introduce en la inversión el riesgo de las variaciones entre la moneda en la que se generan los activos financieros, y aquella a la que se contraen las deudas. En este caso ese riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación, y la recaudación municipal se realiza en pesos que se puede suponer confortablemente que también se ajustarán en 20 años según la inflación. *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 generar flujos. No hay por tanto un mercado a analizar ya que el flujo se genera por decisión política de la IC, 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 IC con anuencia de la JDC 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. Además, la recomposición de la reputación de la IC respecto de acreedores que son importantes para la realización de obras futuras, o más bien las consecuencias de su eventual desconocimiento haría seguramente muy difícil la gestión municipal.

Con respecto a los temas presupuestarios, tanto la administración actual como lo que se puede colegir del comportamiento de las futuras, 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 tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe bajo el título Análisis de Sensibilidad comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario demasiado crítico.

CUADRO 11 Proyecciones y expectativas

A Mundo (var. % c/ período previo)	2015	2016	2017	2018	2019
PIB mundial (vol. físico)	3,2	3,1	3,4	3,6	3,8
PIB países desarrollados	2,1	1,6	1,9	2,0	1,9
PIB Brasil	-3,8	-3,5	0,2	1,5	2,0
PIB Argentina	1,2	-1,1	2,8	2,9	2,8
Tasa depósitos en U\$S USA 6M %	0,5	1	1,7	2,8	3,3
B Uruguay					
PIB (var. % c/ período previo) Vol. físico	1,0	2,5	1,0	2,0	3,0
PIB en en Miles Mills \$	1.460	1.822	1.815	2.013	2.239
Exportaciones- Vol. Físico var.% c p. prev.-15,9		-8,1	2	4,5	6,2
IPC (var. % c/ período previo)	9,4	8,1	8,4	7,3	6,7
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	23,4	-3,2	12,3	8,4	6,4
IMS (var real anual)	1,1	1,4	1,0	1,5	1,9
Ocupación Var.% con período previo	1,0	-0,7	0,1	0,5	1,1
C Uruguay Ctas. Pub. (% / PIB)					
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	0,0	-0,7	-0,1	0,4	0,9
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-3,6	-0,4	-3,3	-2,9	-2,5
Deuda Bruta / PIB	58,6	62,2	62,6	62,9	62,8
D Expectativas Enc. Mensual BCU 2/2017					
			2017	2018	
PIB (Var. Anual en vol físico)			1,3%	s/i*	
IPC (variación prom. anual)			8,4%	8,45%	
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)			31,9	36,2	
Devaluac año calendario			9%	13,5%	
Resultado Global S. Público % PIB			-3,50%	-3,45%	

CARE en base a A: Update 1/2017 FMI para 2015-2016 y 2017 WE Outlook. - B y C: Res. Finales 2015 MEF /PE Mensaje presupuestal actualizados para las Ctas. Nacionales a inf. disponible al 21/2/2017 c/ act real TC e IPC 2015, BCU, En D.: Encuesta Expec. BCU febrero 2017. * sin información a la fecha.

Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central dada la vinculación de esta operación no solo con instituciones nacionales, quizás las Administradoras de Fondos Previsionales, sino de éstas con el crédito del país. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID cayeron menos que los recursos de origen departamental.

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; una merma de igual magnitud en la cobranza descentralizada; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

Las discusiones oficiales respecto al presupuesto de gastos permiten advertir la preocupación por el mantenimiento del equilibrio interno de las cuentas públicas.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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 mantienen la calificación A uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.⁵

p. Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁵ CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos). Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. Grado de inversión con observaciones.