

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

*Montevideo, setiembre de 2022*

---

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

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE  
"FIDEICOMISO FINANCIERO FLORIDA I"  
20 - setiembre - 2022**

<b>Plazo:</b>	12 años luego de finalizado el período de gracia ocurrido en enero de 2019.
<b>Títulos de Deuda:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por la suma de UI 168.200.000 de Valor Nominal
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Cesión de la Intendencia de Florida de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE).
<b>Emisor:</b>	RAFISA
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia de Florida (IF)
<b>Amortización:</b>	El capital de los TTDD está siendo amortizado en cuotas bimensuales, representando cada una la sexta parte de lo que corresponde amortizar cada año según criterio que se describirá en la sección correspondiente de este informe. Dicha amortización comenzó una vez finalizado el periodo de gracia.
<b>Pago de intereses:</b>	En cuotas consecutivas en UI, pagaderas en los meses de febrero de cada año a partir de la fecha de cada emisión (día 5)
<b>Tasa:</b>	La tasa fijada en las emisiones fue 7 %
<b>Fecha de primera emisión:</b>	1/6/16
<b>Gracia:</b>	Desde la fecha de primera emisión hasta el mes de enero de 2019.
<b>Fiduciario:</b>	RAFISA
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA)
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A. uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta el 30 de abril de 2023.
<b>Manual utilizado:</b>	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 emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Florida I" manteniendo la categoría A.uy de grado inversor.***

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos para la realización de inversiones en obra pública por parte de la Intendencia de Florida (en adelante IF) por un importe de aproximadamente UI 164.600.000 enmarcado en el denominado Plan Estratégico Florida 2030.

A efectos de realizar dichas inversiones, la IF requirió de financiamiento para lo cual planteó la emisión de varios títulos de deuda de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso por un monto de UI 168.200.000. El repago de los títulos está respaldado con la parte de cobranza de tributos que transfiere la IF hasta la suma equivalente en UI de hasta UI 290.700.000.

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 realizó al amparo de la Ley 17.703 y en su estructura se contempló la anuencia de la Junta Departamental de Florida (JDF) por, al menos, los dos tercios de votos y su remisión al Tribunal de Cuentas de la República (TCR) y resolución del Comité de Seguimiento del SUCIVE (art. 3 Ley 18.860). En tal sentido no se advierten riesgos desde el punto de vista jurídico.
- La cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

### **Respecto de los flujos proyectados:**

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda representa un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (6 %) y aún de la cobranza que se cede, algo más de 31 % de la misma; en ambos casos tomando como referencia el año en que la cuota cedida es mayor (2023). Si bien, la IF declaró oportunamente tener otra afectación de recursos, que se analizará más adelante, la misma, de producirse, tendría efectos marginales.
- No parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de patente de rodados (y demás componentes de ingresos vehiculares) por debajo del nivel exigido por esta operación.
- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IF.

### **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 caso

### **Respecto del entorno y el riesgo político:**

- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación.
- Las obras objeto de este fideicomiso han culminado.
- La crisis sanitaria provocada por el Covid 19 no tuvo un impacto significativo en esta operación; superada la misma (al menos en lo que refiere a la afectación de la recaudación de tributos) no se espera, al menos en el corto plazo, una nueva crisis cuya eventual magnitud no haya sido contemplada en el análisis de sensibilidad.

## 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 emitidos por REPUBLICA AFISA (en adelante RAFISA) en su calidad de Administradora Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Florida I (en adelante FFFI) por un monto total de UI 168.200.000 ya emitidos, así como un certificado de participación residual, a favor de la IF, que no se califica. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos futuro que por concepto de cobro de tributos e ingresos afines, comprendidos en el SUCIVE, es fideicomitado por la IDF a RAFISA por hasta la suma de UI 290.700.000 lo que resulta suficiente para amortizar la emisión, los intereses generados así como los gastos derivados de la creación y administración del fideicomiso.

REPÚBLICA AFISA integra este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada y la emisión de un certificado de participación a favor de la IF por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso.

Los tributos fideicomitados por parte de la IF 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 IDF (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 IDF 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 empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio<sup>1</sup>.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde<sup>2</sup>.

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

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

La presente es una emisión de oferta pública, y los títulos ya fueron emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se están amortizando en cuotas bimensuales los meses de febrero, abril, junio, agosto, octubre y diciembre de cada año, una vez transcurrido el período de gracia (5/2/19). El monto a amortizar en cada instancia será una sexta parte del total a amortizar anualmente, de acuerdo al siguiente criterio: los primeros 4 años se amortizará un total anual de 6% en cada año, los posteriores 4 años se amortizará un 9% en cada año y los últimos 4 años se amortizará un 10% cada año. Los intereses se cancelarán anualmente a partir de cada mes de febrero posterior a su emisión y la tasa fue fijada en 7 %.

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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve y contó oportunamente con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe integró, como anexo, el informe de calificación original. También el comité contó, cuando fue necesario, con el asesoramiento técnico del Arq. Andrés Pfeiff según el alcance establecido en el manual elaborado por CARE a estos efectos.

## 2. Antecedentes generales

- La Intendencia Departamental de Florida ha decidido realizar diversas obras públicas en el Departamento por un total de, aproximadamente UI 164.600.000 enmarcadas en el denominado Plan Estratégico Florida 2030. Este monto, según cotización al 19/1/2016, equivale a USD 16.994.491 y ya fue afectado
- El financiamiento de estas obras se ha instrumentado a través de la emisión de varios títulos de deuda por un total de UI 168.200.000, el repago de los títulos está respaldado con la parte de la cobranza de tributos que transfiere la IF hasta la suma equivalente a UI 290.700.000.
- En ocasión de la calificación original se enumeraron detalladamente los pasos formales seguidos por la IF hasta la aprobación final de esta operación, tales como la aprobación de la JDF, informe del TCR entre otros. Los mismos fueron analizados en el informe de contingencias jurídicas sin que merecieran observaciones por lo que se considera innecesario reiterarlos en esta ocasión.
- Hay que tener en cuenta que en diciembre de 2013 la IF firmó un acuerdo con la UTE para reestructurar la deuda que, por concepto de alumbrado público, mantenía con dicho ente. Por el mismo, la IF cede a otro fideicomiso el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes, cediendo en garantía, además, el 10% de lo que le corresponde percibir por el SUCIVE así como la totalidad de la cobranza descentralizada de los demás tributos. Este aspecto se analiza más adelante.

- El 25/4/19 se produjo una tercera modificación al contrato de fideicomiso. La misma refirió al numeral 14 del Anexo 2, Cartera de Tierras – Parques industriales y viviendas. A la redacción actual se le agrega: “El proyecto incluye la construcción de hasta 20 viviendas para el realojo de asentamientos.” Esta modificación no supuso alterar el presupuesto asignado al ítem.
- Esto fue aprobado por unanimidad de la JDF según resolución No. 56/18 del 17/12/18 y ratificada por el mismo cuerpo según resolución No. 2/19 del 21/1/19 no haciendo lugar a la observación planteada por el TCR.
- Los montos por obra fueron modificados posteriormente por la IF asignando resultados del Fideicomiso.

### **3. Objeto de la calificación, 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 del “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público”, realizado por CARE y sus actualizaciones.
- Informe de calificación original de este Fideicomiso y actualizaciones correspondientes
- Recaudación SUCIVE de la IF actualizada al mes de julio de 2022.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/22
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/22

### **4. Hechos salientes del período**

En mayo de 2022 la IF resolvió asignar topes por obra. La modificación de los topes de obras que se realizaron durante el período se encuentra amparada por el contrato de Fideicomiso vigente que establece que, en caso de existir fondos excedentes en alguna de las obras detalladas en el cronograma, podrá ser redistribuido en cualquiera de las obras que integran el plan.



## 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 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:

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de Emisión:</b>	UI 168.200.000, según cronograma previsto
<b>Interés:</b>	Se fijó en 7% lineal anual en UI
<b>Plazo:</b>	12 años a partir de finalizado el periodo de gracia, es decir, enero de 2019. Fecha de finalización prevista, febrero de 2030.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda serán cancelados en cuotas consecutivas en UI, pagaderas en febrero de cada año posterior a su fecha de emisión.
<b>Amortización del capital:</b>	El capital de los Títulos de Deuda se está amortizando en cuotas bimensuales en UI desde el vencimiento del período de gracia. Cada cuota equivaldrá a la sexta parte de lo que corresponda amortizar cada año según el siguiente criterio: los primeros 4 años serán del 6 % del total emitido; los 4 siguientes del 9 % y los 4 últimos del 10 %. El primer vencimiento fue el 5 de febrero de 2019. El Prospecto prevé una forma de pago anticipado.
<b>Activo fideicomitado:</b>	Flujo de Fondos por hasta UI 290.700.000 provenientes de los créditos presentes y futuros que la IF 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.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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 el informe de calificación original como Anexo 1.

Del mismo, se extrae la 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 Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC intermedios al cierre del primer semestre del año 2022 la firma alcanza un patrimonio contable de algo más de \$ 799 millones. Esto supone una ligera disminución respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-22</b>	<b>31-Dec-21</b>	<b>31-Dec-20</b>
<b>Activo</b>	<b>909.828</b>	<b>951.963</b>	<b>869.245</b>
Activo Corriente	117.223	204.024	199.937
Activo no Corriente	792.605	747.939	669.308
<b>Pasivo</b>	<b>110.445</b>	<b>112.214</b>	<b>95.385</b>
Pasivo Corriente	82.289	84.326	73.727
Pasivo no Corriente	28.156	27.888	21.658
<b>Patrimonio</b>	<b>799.383</b>	<b>839.748</b>	<b>773.859</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>909.828</b>	<b>951.963</b>	<b>869.245</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,42</b>	<b>2,42</b>	<b>2,71</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del semestre mencionado la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente, aunque en este caso, menores respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	30-Jun-22	30-Jun-21	31-Dec-21
Ingresos Operativos	195.705	191.786	383.066
Gastos de Adm y Ventas	(120.538)	(118.542)	(246.739)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>75.167</b>	<b>73.244</b>	<b>136.327</b>
Resultados Diversos	-	-	-
Resultados Financieros	(15.883)	7.702	11.912
IRAE	(8.489)	(17.297)	(30.311)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>50.795</b>	<b>63.649</b>	<b>117.927</b>
Otro resultado integral	67	74	8.962
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>50.862</b>	<b>63.723</b>	<b>126.889</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2022, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

## El Fideicomiso

El contrato que dio forma al Fideicomiso se celebró entre RAFISA y la IF el 30 de diciembre de 2015. El 10 de mayo de 2016, la Dirección General de Registros otorgó su autorización de forma definitiva y el 1 de junio del mismo año se produce la primera emisión por UI 31.958.000 por lo que puede decirse que en esa fecha comienzan sus actividades.

En el mes de mayo de 2018 se produjo la última emisión habiéndose completado en esa fecha el total previsto de UI 168.200.000. La tasa contractual aplicable es del 7 % lineal anual en UI desde la fecha de emisión hasta su cancelación total.

El estado de situación patrimonial del Fideicomiso al 30/06/2022 se informa resumidamente en el cuadro siguiente.

**Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)**

Concepto	30-Jun-22	31-Dec-21	31-Dec-20
<b>Activo</b>	<b>828.258</b>	<b>887.108</b>	<b>882.204</b>
Activo Corriente	171.578	158.554	151.377
Activo no Corriente	656.680	728.554	730.827
<b>Pasivo</b>	<b>731.897</b>	<b>775.138</b>	<b>769.321</b>
Pasivo Corriente	108.625	103.662	95.993
Pasivo no Corriente	623.272	671.476	673.328
<b>Patrimonio</b>	<b>96.360</b>	<b>111.970</b>	<b>112.882</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>828.258</b>	<b>887.108</b>	<b>882.204</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,58</b>	<b>1,53</b>	<b>1,58</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Culminado el periodo de gracia, a partir de febrero de 2019 comenzó el periodo de amortización según régimen descrito en la Sección II del presente informe. El mismo se viene cumpliendo con normalidad por lo que el Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones.

Una vez más el Fideicomiso hizo uso de la opción de pagar anticipadamente la totalidad del importe anual de amortización por lo que el cronograma restante para cancelación de los títulos se ilustra en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 4: cronograma faltante (miles UI)</b>			
<b>año</b>	<b>cesiones</b>	<b>amortización</b>	<b>intereses</b>
2023	25.850	15.138	8.948
2024	25.050	15.138	7.889
2025	24.050	15.138	6.829
2026	23.050	15.138	5.769
2027	23.600	16.820	4.710
2028	22.500	16.820	3.532
2029	21.300	16.820	2.355
2030	19.500	16.820	1.177
<b>Totales</b>	<b>184.900</b>	<b>127.832</b>	<b>41.209</b>

Fuente: RAFISA

Se recuerda que el plan base de amortización es de cuotas bimensuales, la opción de cancelación anticipada en cada año es facultativa del Fideicomiso en función de sus disponibilidades beneficiándose de un menor pago de intereses. En tal sentido, en el primer semestre se pagaron el equivalente a UI 19.746.680 de los cuales UI 10.090.000 correspondieron a amortización de capital y el saldo a intereses. Al cierre del semestre el saldo de títulos a pagar era de UI 127.832.000 más los intereses correspondientes.

Como se ha dicho, la IF en más de una oportunidad ha resuelto afectar los resultados del Fideicomiso a las obras (modificando los topes originales) por lo que aún se constatan pagos por participación. Al cierre de junio de 2022 se llevan abonados por tal concepto unos \$ 630 millones.

### **Riesgos considerados:**

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

Los títulos de deuda emitidos alcanzaron el total autorizado de UI 168.200.000; los mismos se están amortizando en cuotas bimensuales (eventualmente el Fideicomiso puede optar cada año por amortizar anticipadamente en el mes de febrero) a partir de febrero de 2019. Cada cuota será la sexta parte del importe anual que corresponderá amortizar según el siguiente régimen: los 4 primeros años 6 %; los 4 siguientes 9 % y los 4 últimos 10 %. El cronograma de pagos restante por concepto de amortización e intereses se expone en el Cuadro 4.

Para hacer frente a estos compromisos y los derivados de la administración del Fideicomiso, la IDF ha cedido tributos según cronograma que se informa en el mismo Cuadro 4 en la columna denominada "cesiones".

En definitiva, se puede observar que el activo subyacente así definido luce más que suficiente para atender los compromisos contraídos.

### Relación de los compromisos en la economía de la IF

Interesa conocer cuanto representa este compromiso que asume la IF respecto al total de sus ingresos por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE) y aún respecto a la totalidad de sus ingresos.

En tal sentido, se contó con el presupuesto vigente que rige por el período 2021 – 2025; el mismo es presentado en moneda nacional a valores del 1/1/2021. De forma de facilitar la comparación, CARE convirtió dichas cifras a UI según cotización al 30/6/21 (\$ 4,9678). El resultado, para los rubros más relevantes, se expone en el siguiente cuadro, expresados en miles de UI.

Cuadro 5: Presupuesto IDF 2021 - 2025 (miles de UI)					
Concepto	2021	2022	2023	2024	2025
Total Ingresos	375.820	404.204	420.709	421.312	421.312
Ingresos origen departamental	201.498	225.653	241.757	241.757	241.757
Ingresos origen nacional	174.323	178.550	178.952	179.556	179.556
Total Egresos	359.113	382.463	398.567	399.171	399.171
Rubro 0	214.783	213.978	214.985	216.192	216.997
Bienes de uso y demás gastos	121.986	152.180	169.894	168.284	158.622
Aplicaciones financieras	22.344	16.305	13.688	14.695	23.552

Fuente: Decreto de la JDF No. 12/21; Resolución T de C No. 2007/2021; Resolución JDF No. 34/21  
**NOTA:** no incluye Presupuesto Junta Departamental por UI 22 millones anuales

En lo que respecta a la recaudación por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE), se informa su evolución en el cuadro siguiente hasta el año 2021 completo.

**Cuadro 6: Recaudación SUCIVE**

Año	miles de UI	variación %
2012	48.943	
2013	70.548	44,14%
2014	80.365	13,92%
2015	75.056	-6,61%
2016	75.411	0,47%
2017	78.858	4,57%
2018	83.158	5,45%
2019	79.480	-4,42%
2020	75.488	-5,02%
2021	82.732	9,60%

Fuente: CARE en base información RAFISA

La conversión a UI fue realizada por CARE

Se puede comprobar que la recaudación del SUCIVE es más que suficiente para afrontar las cesiones comprometidas (ver Cuadro 4). En efecto, mientras que la recaudación alcanzada para el año 2021 es de (miles) UI 82.732, el año de mayor compromiso (año 2023) alcanza la cifra de (miles) UI 25.850, o sea, representa poco más del 31,2 % de lo recaudado. Puede comprobarse, además, que después de 2 años consecutivos de caída, la recaudación se recupera casi a los niveles de 2018, el año de mayor recaudación de la serie. Por otra parte esta relación tiende a disminuir ya que a partir del año 2023 los compromisos cedidos anualmente se tornan decrecientes. Respecto al corriente año 2022, se dispuso de la recaudación parcial al mes de julio 2022; la misma, comparada con la recaudación para igual periodo del año anterior, muestra un incremento en UI de 5,62 % tal como se muestra en el cuadro siguiente.

**Cuadro 7: SUCIVE al mes de julio**

año	Miles UI	variación %
2021	63.543	
2022	67.112	5,62%

Fuente: RAFISA

No cabe esperar que esta tendencia se modifique en forma significativa por cuanto solo la recaudación del mes de enero representa alrededor del 50 % del total anual.

Por otra parte, si se compara la cesión comprometida para el año 2023, miles de UI 25.850 (Cuadro 4) con los ingresos esperados de la IF que, según el Cuadro 5 serían del orden de UI 421 millones para el mismo año 2023, representaría algo más del 6 %. A partir del año 2023 esta relación se torna decreciente.

### Otras cesiones

La IF no ha informado de nuevas operaciones financieras de este tipo que afecten sus recursos.

Se mantiene la misma que CARE viene considerando en anteriores análisis. En diciembre de 2013, pero con vigencia a partir de agosto de 2014, la IF firmó un acuerdo con la UTE para reestructurar la deuda que, por concepto

de alumbrado público, mantenía con dicho Ente. Por el mismo, la IF cede a un fideicomiso el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes, cediendo en garantía, además, el 10% de lo que le corresponde percibir por el SUCIVE así como la totalidad de la cobranza descentralizada de los demás tributos.

El monto total comprometido en esa operación alcanza la cifra de (miles) UI 16.595 a pagar en 20 cuotas anuales de (miles) UI 830. CARE ha calificado dicho Fideicomiso y en el caso de la IF evaluó como muy improbable que tuviera que recurrir al uso de la garantía ya que el subsidio a que tiene derecho, hasta la fecha ha superado holgadamente la cuota comprometida. Por otra parte, se trata de una cifra del orden del 1 % del SUCIVE anual por lo que se considera marginal aún en el hipotético caso que deba usarse.

Analizados dichos compromisos, se concluye que no afectan el desempeño de este fideicomiso tal como se desprende a continuación en el análisis de sensibilidad.

### Sensibilización

No resulta pertinente vincular el riesgo de modo estrecho con la realidad económica actual de la IF. 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 establece la eventualidad de un escenario de profunda crisis económica del tipo que vivió el país entre los años 2001 a 2002 en que la recaudación de los tributos municipales cayó un 14 % real (recaudación agregada de todas las Intendencias excepto la de Montevideo)<sup>3</sup>; esto se contrasta con los compromisos asumidos en los fideicomisos y el Rubro O.

Si bien se reconoce un entecimiento en la economía del país, particularmente a partir de la crisis sanitaria<sup>4</sup>, ya en 2021 se verificó una recuperación del 4,5 % del PBI y se espera otro tanto para el corriente año 2022. Ningún analista pronostica una caída del mismo, al menos en el corto plazo, de la magnitud registrada en la crisis mencionada.

Al respecto se presenta el cuadro siguiente en donde se supuso una caída en los ingresos totales de la IF (año 2023) del 14% y se le compara con los compromisos derivados de este fideicomiso para el año 2023 (cesión comprometida), más la eventualidad del compromiso con la UTE y el total del Rubro O.

#### Cuadro 8: Ingresos de la IF 2023 abatidos 14 % (miles de UI)

<b>Total Ingresos</b>	<b>361.810</b>
Compromiso con Fideicomisos	(26.680)
Rubro O	(214.985)
Excedente	120.146

Fuente: CARE en base IF y RAFISA

<sup>3</sup>. Cabe decir, además, que en dos años se normalizó la situación.

<sup>4</sup>. En 2020 se registró una caída del PBI del 5,9%.

Para elaborar el cuadro precedente, se tomó como referencia el ingreso presupuestado para el año 2023 y se le abatió en un 14%; al resultado se le comparó con la cesión prevista para el mismo año y para estresarlo



más aún, se le agregó la cuota del Fideicomiso con UTE que, como ya se ha dicho, es de muy improbable ocurrencia. A este resultado se le contrasta con el Rubro 0 presupuestado para el mismo año 2023. Aún en este escenario, extremadamente negativo, el análisis de suficiencia es satisfactorio. Es claro también que el SUCIVE abatido en 14 % es más que suficiente para hacer frente a dicha cuota. En efecto, si a la recaudación anual lograda en 2021, del orden de (miles) UI 82.732, se la abate en 14 %, se obtendría una cifra del orden de (miles) UI 71.150, muy superior a los (miles) UI 26.680 requeridos según cuadro precedente. Nótese por otra parte que en los años 2019 y 2020, se produjo una caída agregada en la recaudación del SUCIVE del orden del 9,5 % lo que en sí mismo supuso un escenario de sensibilización severa (Cuadro 6) sin que significara un inconveniente para que la IF cumpliera sus compromisos con el Fideicomiso. En 2021, esa caída en la recaudación se recuperó y se espera lo siga haciendo en 2022.

### **Riesgos considerados**

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior es clara la capacidad de generar los flujos en el plazo adecuado. Los riesgos para que no se generen en tiempo y forma tendrían que ver solo con decisiones de política pública que no corresponden a este capítulo. *Riesgo casi nulo 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 IF (o el Gobierno Nacional en su caso), 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. Esto también es válido a partir del último cambio en la administración municipal ocurrido en 2020.
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.

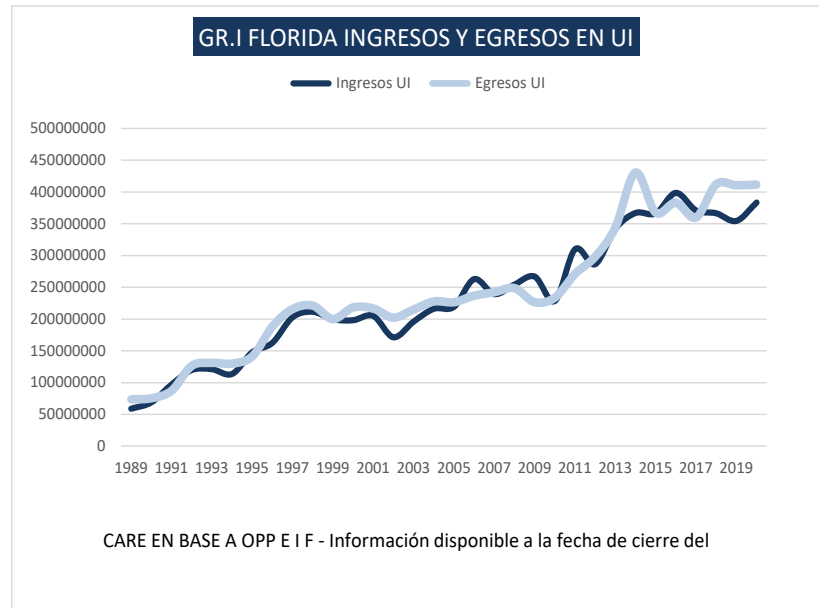
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IF con anuencia de la JDF e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado 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 presupuestales<sup>5</sup>, 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 tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación

<sup>5</sup> CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

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 en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intendencias.

La información presupuestal de la IF se refleja en la gráfica siguiente pudiéndose observar un razonable equilibrio entre ingresos y egresos.



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. Cabe agregar que el país contaba al 15/9/2022, con un índice de riesgo país de 102 puntos (UBI Republica AFAP), se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública.

Así como no se prevé un desequilibrio pronunciado en las cuentas municipales, lo mismo puede decirse a nivel nacional. Esto se recoge en las estimaciones del cuadro que sigue.

### CUADRO 9 EXPECTATIVAS Y METAS MACROECONÓMICAS

Resumen con información al 10-09-2022 Var % respecto al período previo.				
	2021	2022	2023	2024*
1 PIB Mundo	6,1	3,2	2,9	3,4
2 PIB EEUU	5,7	2,3	1	1,4
3 PIB CHINA	8,1	3,3	4,6	5,1
4 PIB BRASIL	4,6	1,7	1,3	2
5 Precios commodities	26,8	11,4	-2,5	-2,2
URUGUAY - METAS PRESUPUESTALES				
	2021	2022	2023	2024
PIB Variación real	4,4%	4,80%	3,00%	2,80%
PIB Mills USD	59,32	69,491	73,764	75,969
6 Formación Bruta Capital fijo	15,20%	6,90%	-4,00%	3%
IPC. Var. respecto al cierre del año previo	8,00%	8,50%	6,7%	5,8%
TC. "supuesto de trabajo" Var. con año previo	4,50%	-2,50%	4,40%	6,30%
Empleo Población ocupada (mills. Pers.)	1,62	1,66	1,69	1,71
Deuda Neta % /PIB	61,7	64	63,8	63,9
Resultado RSPGNF %/ PIB	-3,2	-2,9	-2,1	-2,0
ENCUESTA EXPECTATIVAS MENS. BCU- EN AGOSTO 2022				
	2022	2023	2024	
PIB Var% respecto al año previo	4,73	3	2,5	
IPC. Var% respecto al cierre del año previo	8,73	7,4	6,6	
TC \$/USD	42,1	45	47,8	
Expect TC en Encuesta BCU Var% con año previo	(6,00)	6,9	6,2	

Fuentes y Observaciones:

1 a 5 FMI Outlook julio 2022; 6 Resultado ajustado MEF sin Fideicomiso "Cincuentones"

6. RSPGNF. Resultado Sector Público y Gobierno No Financiero

7 a 9 MEF may 2022 BCU Encuesta Agosto 2022.

\* Las proyecciones de julio 22 del FMI ajustadas comprenden el presente año 2022 y 2023 exclusivamente

En tanto para 2024 se mantiene la de abril 2022

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, tanto la propia como la proveniente de transferencias, 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 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.

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

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>6</sup> **CATEGORÍA A uy.** Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables 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.**