

**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**

CARE Calificadora de Riesgo

Montevideo, marzo 2015

SUMARIO

	Pág.
RESUMEN GENERAL	3
SECCIÓN I INTRODUCCIÓN	5
SECCIÓN II LOS TÍTULOS DE DEUDA	8
SECCIÓN III EL FIDUCIARIO	10
SECCIÓN IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS	12
SECCION V EL ENTORNO	18
SECCIÓN VI CALIFICACIÓN DE RIESGO	20

SUMARIO

Actualización de la Calificación de la Emisión de Títulos de Deuda serie 1 y 2 del “Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos de Canelones I” 30/03/2015

Plazo: Hasta el 29 de diciembre de 2026

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

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.

Jayland y la IC llegaron a un acuerdo para reestructurar los pasivos de ésta por el cual la IC, con unanimidad de la Junta Departamental, aceptó pagar a 15 años, con uno de gracia, la deuda contraída por la administración anterior al año 2005, pero haciéndolo solo a partir del capital original convertido a UI, con un año de gracia y con un interés del 7,25 % en UI para la Serie 1. En el mismo acuerdo se pactó para la serie 2, referida a otras deudas, que el plazo sería desde su emisión hasta la finalización del correspondiente a la Serie 1. El interés pactado fue, ya desde cuando se previó que esta segunda emisión podía ocurrir, del 9.5% en U.I. anual; y que el plazo de gracia para la amortización venciera al mismo tiempo que el de la Serie 1. Jayland según estas premisas adquirió esos pasivos convirtiéndose en acreedor de la IC por la cesión de créditos de los acreedores originales. Por su parte la IC aceptó ceder y transferir a Jayland y, una vez constituido el Fideicomiso Financiero a favor del fiduciario, los créditos que le corresponden percibir por la llamada “cobranza descentralizada” de tributos, precios y otros conceptos, por el plazo y montos necesarios para cancelar el pasivo reestructurado con sus intereses y costos previstos.

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 (Cuadro 7), 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. El muy significativo aumento de la cobranza descentralizada, derivada, entre otras cosas, de la ley de creación del SUCIVE, supone una fortaleza agregada.(Ver Cuadro 6)

Respecto del entorno y el riesgo político:

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

SECCIÓN 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 aprobado lo emitido en la Serie 1. Constituye además el monto aprobado 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,

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.

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.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, cuyo informe está disponible en los sitios web del regulador, de la entidad registrante y de CARE⁴. Dicho informe, aplica para el caso de la emisión de la Serie 2..⁵

2. Antecedentes generales y nueva información

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 2014, se encuentra al día.

Respecto a la información disponible en ocasión de la anterior actualización la IC firmó dos nuevos fideicomisos comprometiendo ingresos futuros. Uno de ellos con la UTE por concepto de reestructura de deuda por alumbrado público y el otro con la empresa Grinor por obras en Ciudad de la Costa. El primero de los citados incluye una fórmula de financiación por la que la IC cede el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes por lo que no afecta los recursos que se comprometen en el cumplimiento de este fideicomiso. En lo que respecta al Fideicomiso con Grinor se ceden los mismos recursos por lo que su incidencia así como el orden de prelación se exponen más adelante.

Finalizado el ejercicio 2014, el cronograma de montos a percibir por parte del fideicomiso hasta su cancelación es el que se muestra en el cuadro siguiente.

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

⁴ www.bcu.gub.uy www.bvm.org.uy www.care.com.uy

⁵ La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

Cuadro 1: Cronograma anual retenciones			
(miles UI)	Serie 1	Serie 2	Total
2015	26.640	7.200	33.840
2016	26.640	7.200	33.840
2017	26.640	7.200	33.840
2018	26.640	7.200	33.840
2019	26.640	7.200	33.840
2020	26.640	7.200	33.840
2021	26.640	7.200	33.840
2022	26.640	7.200	33.840
2023	26.640	7.200	33.840
2024	26.640	7.200	33.840
2025	26.640	6.000	32.640
2026	24.200	5.500	29.700
Totales	317.240	83.500	400.740
Fuente: CARE en base EE.CC Fideicomiso al 31/12/14			

En cuanto a los pagos por amortización e intereses de ambas series, también se vienen realizando tal cual lo previsto.

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 calificadora. 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.

En esta oportunidad se tuvo en cuenta además:

- EE.CC de la Fiduciaria al 31/12/2014 auditado por Deloitte
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2014

SECCIÓN II. LOS TÍTULOS 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 inexistente.

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.

SECCIÓN 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 31/12/2014 que cuentan con informe de auditoría elaborado por Deloitte cuenta con un patrimonio de \$ 468.865.99. Esto supone un incremento de 24.61 % respecto al que tenía al 31/12/2013. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, aunque menores a los registrados en el ejercicio pasado, en este caso es 5.65. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores a este se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial			
(miles \$)	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Activo	535.512	423.444	369.841
Activo Corriente	339.206	278.896	260.960
Activo no Corriente	196.306	144.549	108.881
Pasivo	66.646	47.189	66.004
Pasivo Corriente	59.985	42.543	64.087
Pasivo no Corriente	6.662	4.646	1.916
Patrimonio	468.866	376.256	303.837
Pasivo y Patrimonio	535.512	423.445	369.841
Razón Corriente	5,65	6,56	4,07
Fuente: EE.CC RAFISA auditados			

Los ingresos por servicios vendidos en el último ejercicio fueron 22.41% superiores a los del ejercicio pasado. En consonancia con lo anterior se incrementan los resultados operativos casi en la misma proporción mientras que los resultados del ejercicio lo hacen en 31.25% en buena medida por mejores resultados financieros. Esto se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Estado de Resultados			
(miles \$)	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Ingresos Operativos	270.138	220.682	227.997
Gastos de Adm y Ventas	(191.557)	(156.556)	(136.885)
Resultado Operativo	78.581	64.126	91.112
Resultados Diversos	597	226	230
Resultados Financieros	38.125	26.507	3.848
IRAE	(22.255)	(18.441)	(21.722)
Resultados del Ejercicio	95.047	72.419	73.468
Fuente: EE.CC RAFISA auditados			

En definitiva, la firma muestra niveles de solvencia y liquidez muy sólidos así como una actividad creciente.

En cuanto a su idoneidad y experiencia para esta tarea, se destaca que, de acuerdo a las notas a los EE.CC al 31 de diciembre de 2014, RAFISA administraba, 47 fideicomisos y un fondo de inversión (siete más de los informados al 30 de junio del mismo año). Es importante mencionar, además, la variedad de los mismos, así se informa que de los 47 fideicomisos, 15 son por recuperación de carteras; 17 son con intendencias municipales para financiación de proyectos o reestructura de deudas; 5 con instituciones de asistencia médica colectiva; 3 para construcción de parques eólicos entre otros. En consecuencia, sigue aumentando y diversificando su cartera de clientes.

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. Este riesgo se considera inexistente.

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, este riesgo se considera inexistente.

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

SECCIÓN 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 no son solo los que se recalifican en esta oportunidad, sino que abarcan otros. Entre ellos se cuenta para este análisis la emisión efectuada de títulos del llamado “Fideicomiso Financiero de Obras Viales e Infraestructura del Departamento de Canelones” que alcanzaron en sucesivas emisiones un total de UI 510.000.000 (quinientos diez millones de Unidades Indexadas); las cesiones correspondientes al ya mencionado fideicomiso con la empresa Grinor y otros de menor porte. El orden de prelación en la cobranza se puede ver en el Cuadro 6.

A continuación se presenta en el Cuadro 4, una relación de los ingresos totales estimados por la IC para el período de repago de estos títulos, la disponibilidad luego de deducidas las cesiones que por este y otros fideicomisos tiene comprometidas la IC con la cual hacer frente al rubro 0 (Gastos personales). Se puede apreciar que el remanente de ingresos luego de cumplir con las retenciones de éste y otros fideicomisos, cubre el rubro 0 y aún deja disponible un mínimo de 37% de los recursos (esto ocurre en el año 2016).

Cuadro 4: Disponibilidad de la IC cubriendo necesidades mínimas						
(en miles UI)	Total ingresos	Ret. Totales	Saldo	Rubro 0	remanente	Disponible %
2015	1.360.989	124.825	1.236.164	670.846	565.318	42%
2016	1.260.989	120.100	1.140.889	670.846	470.043	37%
2017	1.260.989	136.200	1.124.789	670.846	453.943	36%
2018	1.260.989	136.200	1.124.789	670.846	453.943	36%
2019	1.260.989	135.020	1.125.969	670.846	455.123	36%
2020	1.260.989	132.520	1.128.469	670.846	457.623	36%
2021	1.260.989	119.320	1.141.669	670.846	470.823	37%
2022	1.260.989	115.420	1.145.569	670.846	474.723	38%
2023	1.260.989	113.420	1.147.569	670.846	476.723	38%
2024	1.260.989	111.420	1.149.569	670.846	478.723	38%
2025	1.260.989	108.720	1.152.269	670.846	481.423	38%
2026	1.260.989	106.010	1.154.979	670.846	484.133	38%
2027	1.260.989	74.200	1.186.789	670.846	515.943	41%
2028	1.260.989	72.700	1.188.289	670.846	517.443	41%
2029	1.260.989	72.200	1.188.789	670.846	517.943	41%
2030	1.260.989	69.200	1.191.789	670.846	520.943	41%
2031	1.260.989	67.200	1.193.789	670.846	522.943	41%
2032	1.260.989	58.200	1.202.789	670.846	531.943	42%
2033	1.260.989	38.800	1.222.189	670.846	551.343	44%
Totales	24.058.787	1.911.675	22.147.112	12.746.074	9.401.038	
Nota: según presupuesto IC el rubro 0 (sueldos) representa el 53.2% de los ingresos totales						
Fuente: CARE en base a IC						

La cifra de ingresos corresponde a los previstos en el presupuesto tanto de origen nacional como departamental mientras que las retenciones comprometidas refieren a todos los compromisos asumidos por la IC con este fideicomiso y otros. El detalle de cómo se componen las retenciones totales se expone en el Cuadro 5 proporcionado por RAFISA. Los egresos corrientes son estimados por la IC como la diferencia entre los ingresos y las retenciones comprometidas lo que equivale a la “libre disponibilidad” luego de cumplir con sus compromisos financieros. Corresponde señalar que el corriente año 2015 es el último del actual presupuesto de la IC y que a partir del 2016 regirá uno nuevo por lo que las relaciones acá consideradas podrán verse alteradas.

Se incluye también el Cuadro 5, proporcionado por RAFISA y complementado por CARE, con el detalle de las retenciones comprometidas, su orden de prelación y la relación con la cobranza descentralizada.

Cuadro 5: Cesiones IC por orden de prelación										
AÑO	FF COSTAP LAN (UI)	INTEN DENCIA MVD (UI)	ARNEL (miles \$) *	Banco Bande s (USD) **	FF CANELO NES I SERIE 1 (UI)	FF CANELO NES I SERIE 2 (UI)	BROU 2o FIDEI COMI SO	CANELO NES II SERIES 1 / 2 (UI)	FF Grinor Ciudad de la Costa	TOTAL (UI)
2015	18.000	13.800	2.274	360	26.700	7.200	5.053	50.500		124.825
2016	18.000	13.200			26.700	7.200		55.000		120.100
2017	18.000	13.200			26.700	7.200		51.000	20.100	136.200
2018	18.000	13.200			26.700	7.200		51.000	20.100	136.200
2019	18.000	13.200			26.520	7.200		50.000	20.100	135.020
2020	18.000	13.200			26.520	7.200		47.500	20.100	132.520
2021	18.000				26.520	7.200		47.500	20.100	119.320
2022	15.600				26.520	7.200		46.000	20.100	115.420
2023	15.600				26.520	7.200		44.000	20.100	113.420
2024	15.600				26.520	7.200		42.000	20.100	111.420
2025	15.600				26.520	6.000		40.500	20.100	108.720
2026	15.600				24.310	5.500		40.500	20.100	106.010
2027	15.600							38.500	20.100	74.200
2028	15.600							37.000	20.100	72.700
2029	15.600							36.500	20.100	72.200
2030	15.600							33.500	20.100	69.200
2031	15.600							31.500	20.100	67.200
2032	15.600							22.500	20.100	58.200
2033	11.700							7.000	20.100	38.800
2034									20.100	20.100
2035									20.100	20.100
2036									20.100	20.100
	309.300	79.800	2.274	360	316.750	83.500	5.053	772.000	402.000	1.971.975
* Pesos arbitrados a la UI promedio de 2013 (2,6303) actualizada 8% anual y 4% para el 1er semestre 2015										
** Dólares arbitrados al tc calculado entre la UI promedio 2013 y el tc U\$S promedio 2013 (20,478) = 7,78523										
*** Se trata de una línea de crédito vto 30/06/2015 revolving por \$ 214 millones garantizada por cesiones por hasta UI 100 millones										
Fuente: RAFISA										

En el Cuadro 4 se calcula una nueva “disponibilidad” (remanente) que surge de deducir a los ingresos totales las partidas correspondientes a las retenciones totales y a los sueldos, como se puede ver, en el período 2017 a 2020, los más críticos de la serie, aún queda un remanente del 36% de los ingresos con los cuales la IC puede afrontar otros

gastos de funcionamiento ya que se entiende que las inversiones para los próximos ejercicios se atenderán precisamente con el fideicomiso de Obras Viales e Infraestructura. Una vez más, se reitera, que para ese período y siguientes habrá de regir un nuevo presupuesto en donde cabe esperar que estos compromisos sean tenidos en cuenta.

Dada la duración del período de amortización de títulos de deuda, no resulta pertinente vincular el riesgo de modo estrecho con la realidad patrimonial actual de la IC. Solo puede mencionarse que no resulta posible que la intendencia deje de funcionar, o que deje de recaudar conforme a lo establecido. Por otra parte, la gestión de la administración a través de varias operaciones similares a esta ha logrado una sensible disminución del pasivo.

Como la IC ha cedido el flujo futuro de parte de la cobranza descentralizada interesa saber cuánto representa en el período considerado, su relación con la cobranza total así como con los compromisos asumidos. En tal sentido, RAFISA proporciona una relación de la evolución de la cobranza descentralizada expresada en UI (Cuadro 6) en donde se puede comprobar el constante crecimiento de la misma. La información correspondiente al año 2014 fue proporcionada por la IC en \$ que CARE convirtió a UI según cotización de cada mes.

Cuadro 6: Cobranza descentralizada		
Año	miles de UI	Evolución
2008	268.232	
2009	280.324	5%
2010	306.692	9%
2011	329.692	7%
2012	484.189	47%
2013	567.497	17%
2014	622.561	10%
Fuente: RAFISA e IC		

Se comprueba claramente la incidencia del SUCIVE a partir del año 2012 haciendo crecer la cobranza descentralizada en un 47%. No obstante, en los años subsiguientes la recaudación bajo esta modalidad ha seguido aumentando aunque, lógicamente, a tasas más moderadas. Esto hace que la porción de este monto afectada al pago de los distintos compromisos que tiene la IC sea cada vez menor.

En el Cuadro 7 se exponen en forma resumida los montos anuales estimados para el período 2015 – 2033 en UI de los compromisos asumidos por la IC por deudas financieras con garantía de la cobranza descentralizada y recursos del presupuesto nacional vigente. Interesa saber que proporción de los recursos de la IC resultan afectados por estos compromisos.

A efectos de este análisis se toma como constante la recaudación descentralizada alcanzada en 2014 proyectándola a todo el período lo cual, dados los antecedentes, se considera un supuesto conservador.

Cuadro 7: Relacion entre compromisos e ingresos (miles de UI)					
Años	T.ingresos	T. cob. desc.	Ret. Totales	Ret/total	Ret/desc.
2015	1.360.989	622.561	124.825	9%	20%
2016	1.260.989	622.561	120.100	10%	19%
2017	1.260.989	622.561	136.200	11%	22%
2018	1.260.989	622.561	136.200	11%	22%
2019	1.260.989	622.561	135.020	11%	22%
2020	1.260.989	622.561	132.520	11%	21%
2021	1.260.989	622.561	119.320	9%	19%
2022	1.260.989	622.561	115.420	9%	19%
2023	1.260.989	622.561	113.420	9%	18%
2024	1.260.989	622.561	111.420	9%	18%
2025	1.260.989	622.561	108.720	9%	17%
2026	1.260.989	622.561	106.010	8%	17%
2027	1.260.989	622.561	74.200	6%	12%
2028	1.260.989	622.561	72.700	6%	12%
2029	1.260.989	622.561	72.200	6%	12%
2030	1.260.989	622.561	69.200	5%	11%
2031	1.260.989	622.561	67.200	5%	11%
2032	1.260.989	622.561	58.200	5%	9%
2033	1.260.989	622.561	38.800	3%	6%

Fuente: CARE en base a informacion IMC y RAFISA

De acuerdo al cuadro precedente, el período en que aparecen más comprometidos los recursos provenientes de la cobranza descentralizada, es el que va del año 2017 al 2020, en este caso 22% (dos puntos menos que en el anterior informe producto del crecimiento de la misma). No obstante, no parece ser una cifra que comprometa el normal funcionamiento de la IC además, como se ha reiterado varias veces, que habrá de contarse con un nuevo presupuesto. Se concluye entonces que la IC no debería tener mayores dificultades en cancelar los compromisos asumidos con la emisión de esta serie que, por otra parte, está por delante de otras de mayor monto en el orden de prelación según se puede apreciar en el Cuadro 5.

Análisis de sensibilidad

Dada la superposición de compromisos que en este sentido viene asumiendo la IC, CARE consideró necesario analizar la eventualidad de una fuerte caída en los ingresos municipales producto de una crisis que, en el corto plazo, no se visualiza.

En tal sentido resulta interesante comprobar lo sucedido en la última gran crisis económica que sufriera el país (2001 – 2002).

Cuadro 8: Recursos Intendencias					
En miles de \$ constantes, base 1995=100					
Ejercicio	Orig. Nacional	Orig. Deptal.	Totales	Evoluc.	PBI
2001	817.417	2.007.120	2.824.537		
2002	730.704	1.699.423	2.430.127	-14,00%	-11,00%
2003	754.982	1.715.064	2.470.046	1,64%	2,18%
2004	845.611	1.861.026	2.706.637	9,58%	11,82%
2005	980.892	1.980.403	2.961.295	9,41%	6,62%
2006	1.086.830	2.088.061	3.174.891	7,21%	7,00%
2007	1.086.747	2.137.219	3.223.966	1,02%	7,79%
2008	1.230.573	2.262.655	3.493.228	8,35%	12,00%

Fuente: OPP y BCU

En el Cuadro 8 se puede ver en forma agregada la evolución de los ingresos de todas las intendencias (excepto Montevideo) para los años 2001 al 2008 (en ese año la OPP discontinuó su elaboración) su evolución y su comparación con el PBI. Salvo para el año 2007, se puede comprobar una cierta correlación entre evolución del PBI e ingresos departamentales (el coeficiente de correlación para toda la serie es de 0.93 y hasta el 2006 inclusive es de 0.98). Algo que parece obvio en tributos nacionales más asociados a la actividad económica pero no tanto en tributos municipales en donde hay una fuerte incidencia de los tributos sobre la propiedad (inmueble y vehicular).

Vemos entonces que en lo peor de la crisis (caída del 11% del PBI) los ingresos municipales cayeron un 14% en precios constantes. Por lo tanto, se sensibilizaron los flujos suponiendo una caída del 15% en los ingresos con los resultados que se exponen en el Cuadro 9.

Cuadro 9: Relacion entre compromisos e ingresos abatidos en 15%					
miles UI	T. ingresos	Γ. cob. desc Ret.	Totales	Ret/total	Ret/desc.
2015	1.156.840	529.177	124.825	11%	24%
2016	1.071.840	529.177	120.100	11%	23%
2017	1.071.840	529.177	136.200	13%	26%
2018	1.071.840	529.177	136.200	13%	26%
2019	1.071.840	529.177	135.020	13%	26%
2020	1.071.840	529.177	132.520	12%	25%
2021	1.071.840	529.177	119.320	11%	23%
2022	1.071.840	529.177	115.420	11%	22%
2023	1.071.840	529.177	113.420	11%	21%
2024	1.071.840	529.177	111.420	10%	21%
2025	1.071.840	529.177	108.720	10%	21%
2026	1.071.840	529.177	106.010	10%	20%
2027	1.071.840	529.177	74.200	7%	14%
2028	1.071.840	529.177	72.700	7%	14%
2029	1.071.840	529.177	72.200	7%	14%
2030	1.071.840	529.177	69.200	6%	13%
2031	1.071.840	529.177	67.200	6%	13%
2032	1.071.840	529.177	58.200	5%	11%
2033	1.071.840	529.177	38.800	4%	7%
Fuente: CARE en base información IC y RAFISA					

Como es obvio, crece fuertemente el porcentaje de ingresos asignados al pago de retenciones, sobre todo en los primeros años (en donde es menos probable se de una crisis de tal magnitud) pero en cualquier circunstancia sigue habiendo un importante excedente. Por otra parte, se asumió una caída del 15% para todo el período –lo que nunca ocurrió- y no para algún año en particular por lo que se considera más que improbable que se de una situación así.

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 improbables decisiones de política pública que no corresponden a este capítulo.

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.

SECCIÓN 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 hoy 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. Por otra parte, el financiamiento de los gobiernos departamentales a través de esta modalidad,

constituye un hecho relativamente nuevo y que empezó a ocurrir en el período administrativo que está a punto de culminar, que contaba con un presupuesto ya aprobado. Es de suponer que las próximas administraciones, cualquiera sea su orientación política, tomen estos compromisos como un dato de la realidad y un insumo más en la elaboración de los próximos presupuestos quinquenales.

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.

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 2002 y 2003); 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.

Se adjuntan las previsiones de las principales variables macroeconómicas, que ilustran lo mencionado líneas arriba.

Cuadro 10. Cuentas y variables principales			
	2014	2015 *	2016 *
PIB (Var. Anual en vol físico)	3,5	2,9	2,9
IPC (variación prom. anual)	8,1	7,9	7,9
Tipo de Cambio (fin período)	24,76	27,0	29,4
Devaluac año calendario	7,2	9,0	8,9
Resultado Global S. Público % PIB	-3,5	-2,9	-2,8
CARE en base a MEF, BCU. * Encuesta Expec. BCU con inf. al 27/3/15			

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

SECCIÓN 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.⁶

p. Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁶CATEGORÍA 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 previsibles 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.**